



# LE SYSTÈME FINANCIER MONDIAL

REVUE ÉLECTRONIQUE DU DÉPARTEMENT D'ÉTAT DES ÉTATS-UNIS



DÉPARTEMENT D'ÉTAT DES ÉTATS-UNIS / MAI 2009

VOLUME 14 / NUMÉRO 5

<http://www.america.gov/publications/ejournalusa.html>

---

### Programmes d'information internationale:

Coordonnateur	Jeremy Curtin
Directeur de la publication	Jonathan Margolis
<hr/>	
Conception	George Clack
Rédacteur en chef	Richard Huckaby
Directrice de la rédaction	Anita Green
Chef de la production	Christian Larson
Chef adjointe de la production	Chloe Ellis
Version Internet	Janine Perry
<hr/>	
Révision	Kathleen Hug
Photographies	Maggie Johnson Sliker
Page de couverture	Min Yao
Droits d'auteur	Yvonne Shanks
Documentation	Anita Green
Traduction	Service linguistique IIP/AF
Maquette de la version française	Africa Regional Services, Paris

Le Bureau des programmes d'information internationale du département d'État des États-Unis publie une revue électronique mensuelle sous le logo *eJournal USA*.

Ces revues examinent les principales questions intéressant les États-Unis et la communauté internationale ainsi que la société, les valeurs, la pensée et les institutions des États-Unis.

Publiée d'abord en anglais, la revue mensuelle est suivie d'une version en espagnol, en français, en portugais et en russe. Certains numéros sont également traduits en arabe, en chinois et en persan. Toutes les revues sont cataloguées par volume et par numéro.

Les opinions exprimées dans les revues ne représentent pas nécessairement le point de vue ou la politique du gouvernement des États-Unis. Le département d'État des États-Unis n'est nullement responsable du contenu ou de l'accessibilité des sites Internet indiqués en hyperlien; seuls les éditeurs de ces sites ont cette responsabilité. Les articles, les photographies et les illustrations publiés dans ces revues peuvent être librement reproduits ou traduits en dehors des États-Unis, sauf mention explicite de droit d'auteur, auquel cas ils ne peuvent être utilisés qu'avec l'autorisation du titulaire du droit d'auteur indiqué dans la revue.

Les numéros les plus récents, les archives ainsi que la liste des revues à paraître sont disponibles sous divers formats à l'adresse suivante : <http://www.america.gov/publications/ejournalusa.html>.

Veillez adresser toute correspondance au siège de l'ambassade des États-Unis de votre pays ou bien à la rédaction :

Editor, *eJournal USA*  
IIP/PUBJ  
U.S. Department of State  
301 4th Street, SW  
Washington, DC 20547  
United States of America  
Courriel : [eJournalUSA@state.gov](mailto:eJournalUSA@state.gov)

---

# Avant-propos



Lors d'une réunion avec ses conseillers économiques, le président Barack Obama répond aux questions de la presse le 10 avril 2009, à la Maison-Blanche.

© AP Images

Rétrospectivement, la bulle de l'immobilier aux États-Unis, la première indication de ce qui allait devenir une crise financière à l'automne 2008, aurait dû être évidente. La hausse des prix des logements était bien supérieure à ce que pouvaient se permettre de nombreux salariés américains, mais l'existence de nouveaux produits de crédit hypothécaire plus risqués a grandement favorisé l'accès à la propriété pour un très grand nombre d'entre eux. De plus, l'inflation immobilière a donné à de nombreux propriétaires le sentiment d'être riche. D'un point de vue historique, les prix de l'immobilier aux États-Unis ont toujours augmenté. Pourquoi donc les choses ont-elles mal tourné ?

Et comment les difficultés d'un secteur de l'économie américaine ont-elles contribué à déclencher ce que maintes personnes considèrent comme la plus grande crise économique mondiale depuis la dépression des années 1930 ? Pour ce numéro de la revue électronique *eJournal USA*, nous avons demandé à six spécialistes de nous donner leur opinion sur les causes de la crise mondiale et sur certaines des mesures que le monde devrait prendre pour faire face à cette crise.

Le politologue Mark Blyth commence par citer six événements qui ont eu un rôle dans le déclenchement de la crise. John Judis, rédacteur principal de la revue *The New Republic*, donne un aperçu du système monétaire international en examinant les accords issus de la période allant de la conférence de Bretton Woods en 1944 aux négociations actuelles entre divers États.

Spécialiste de l'histoire financière, Charles Geisst estime que les nouvelles technologies qui permettent d'effectuer facilement des transactions jour et nuit ont contribué au déclenchement de la crise. « Les clients, dit-il, pouvaient passer leurs ordres d'achat ou de vente d'actions à une vitesse qui aurait été inimaginable au milieu des années 1990. (...) Le volume des transactions et la soif des clients semblaient ne connaître aucune limite. » Dès que la valeur des titres a commencé de s'effondrer, la crise des secteurs bancaire et de l'assurance a éclaté en quelques mois.

Le célèbre investisseur George Soros soutient que la réglementation est nécessaire pour limiter l'ampleur des bulles spéculatives, mais il met en garde contre les carcans réglementaires. « Le cadre réglementaire, indique-t-il, doit être limité au minimum nécessaire pour maintenir la stabilité. » Le professeur de droit Joel Trachtman se prononce également en faveur d'une réglementation plus stricte ainsi que de l'amélioration de la gouvernance d'entreprise. En conclusion, le professeur d'économie Richard Vedder relate l'histoire des divers accords commerciaux internationaux et des organisations internationales du commerce et explique leur rôle à l'heure actuelle.

Les spécialistes à travers le monde qui ont une opinion au sujet des causes de la crise actuelle et des mesures qu'il convient de prendre ne manquent pas, et il est vrai qu'un groupe différent de spécialistes pourrait avoir des vues différentes de celles présentées ici. Ce qui est surprenant, peut-être, c'est que plusieurs idées communes ressortent de tous ces articles, à savoir que la nature des marchés est cyclique, que les relations commerciales internationales sont interdépendantes et qu'un minimum de réglementation est une bonne chose.

*La rédaction*



DÉPARTEMENT D'ÉTAT DES ÉTATS-UNIS / MAI 2009 / VOLUME 14 / NUMÉRO 5  
<http://www.america.gov/publications/ejournalusa.html>

---

## Le système financier mondial Six spécialistes examinent la crise

### Aperçu

#### 4 **Le capitalisme américain touche-t-il à sa fin? Mark Twain, Lake Wobegon et la crise actuelle**

MARK BLYTH, PROFESSEUR D'ÉCONOMIE POLITIQUE INTERNATIONALE À L'UNIVERSITÉ BROWN  
Même si la crise financière actuelle est sans précédent, les crises du capitalisme ne sont pas un phénomène nouveau. Elles sont même monnaie courante.

### Questions internationales

#### 9 **Le système monétaire international et ses imperfections**

JOHN JUDIS, RÉDACTEUR PRINCIPAL DE LA REVUE *THE NEW REPUBLIC*

Les économistes ont conscience des grandes imperfections du système monétaire international, mais ne peuvent se mettre d'accord sur les modifications à y apporter.

#### 14 **La mondialisation et le système financier américain**

CHARLES GEISST, PROFESSEUR DE FINANCES AU MANHATTAN COLLEGE

La mondialisation a contribué à la crise financière actuelle et servira sans aucun doute également à sa solution.

#### 19 **Encadré – La nouvelle donne économique**

Déclarations de trois hauts responsables américains

#### 20 **Chronologie – Bulles spéculatives**

### Le rôle de la réglementation

#### 22 **Refonte de la réglementation: la théorie de l'équilibre des marchés financiers est erronée**

GEORGE SOROS, PRÉSIDENT DE SOROS FUND MANAGEMENT

S'il semble indispensable de renforcer la réglementation internationale pour permettre au système financier mondial de perdurer, on doit éviter d'aller trop loin. Certes, les marchés ne sont pas parfaits, mais les carcans réglementaires le sont encore moins.

## **25 Les perturbations financières mondiales : causes, remèdes et mesures à prendre**

JOEL TRACHTMAN, PROFESSEUR DE DROIT INTERNATIONAL À LA FACULTÉ DE DROIT ET DE DIPLOMATIE FLETCHER QUI RELÈVE DE L'UNIVERSITÉ TUFTS

Les spécialistes de l'histoire économique débattront très certainement pendant de nombreuses années des causes véritables de la crise financière mondiale actuelle. La cause principale est d'ordre macro-économique, mais une réglementation adéquate aurait pu permettre d'éviter la crise ou d'en atténuer les effets.

## **Le commerce international vu sous l'angle historique**

## **30 L'évolution du système financier mondial**

RICHARD VEDDER, PROFESSEUR D'ÉCONOMIE À L'UNIVERSITÉ DE L'OHIO.

À la fin du XIX<sup>e</sup> siècle et au début du XX<sup>e</sup> siècle, il y avait peu de coordination au sein de la finance internationale. Cela a beaucoup changé après la Seconde Guerre mondiale, et cette évolution se poursuit à l'heure actuelle.

## **Documentation**

## **35 Glossaire**

## **37 Bibliographie, sites Internet et vidéographie**

# Le capitalisme américain touche-t-il à sa fin ? Mark Twain, Lake Wobegon et la crise actuelle

Mark Blyth



Le président Barack Obama lors du sommet du G20 à Londres, le 2 avril 2009.

*Même si la crise financière actuelle est sans précédent, les crises du capitalisme ne sont pas un phénomène nouveau. Elles sont même monnaie courante.*

*Mark Blyth est professeur d'économie politique internationale à l'université Brown. Il est l'auteur d'un ouvrage sur les idées économiques et les mutations politiques au XX<sup>e</sup> siècle, Great Transformations: Economic Ideas and Political Change in the Twentieth Century.*

Il est possible, après avoir calculé ce que les statisticiens appellent une série chronologique des rendements du secteur financier américain de 1947 à 2008, de parler avec confiance du taux de rentabilité moyen du secteur sur la période, des sommets (des années 1990 au milieu des années 2000) et des creux (de 1947 à 1967), ainsi que de

la forte augmentation de la rentabilité du secteur au cours des dix dernières années. Il suffit cependant d'ajouter les données de la période comprise entre le mois d'août 2008 et le mois d'avril 2009 pour que la série chronologique se désagrège, comme l'a vécu le système bancaire lui-même. Les moyennes, les médianes, les écarts et autres agrégats explosent sous l'impact des événements récents. Il y a donc lieu de s'inquiéter lorsqu'Alan Greenspan, ancien président de la Réserve fédérale, admet avoir mal compris les mécanismes des marchés financiers, tandis que le président actuel, Ben Bernanke, déclare que nous nous heurtons à la crise la plus sérieuse depuis la dépression des années 1930.

De fait, la situation est grave. Après avoir vu son actif fondre de 1,3 billion de dollars et son passif atteindre 3,6 billions de dollars, le système financier américain a en outre souffert d'une réduction de moitié des cours de la Bourse. Il est désormais sous pression, voire en cessation



Le président de la Réserve fédérale, Ben Bernanke, devant une commission parlementaire.

© AP Images

de paiements. Certains considèrent même qu'il ne s'en remettra pas. Naturellement, ce n'est pas la première fois que la fin du capitalisme est annoncée. Et pour paraphraser l'écrivain américain Mark Twain, les rumeurs faisant état de sa mort sont très exagérées.

Le modèle de capitalisme américain qui va émerger de la crise sera très différent de la version que nous avons vu prospérer au cours des vingt dernières années, dans un environnement caractérisé par le développement des marchés financiers, une consommation excessive et le déséquilibre de la balance commerciale. Ce modèle a déjà évolué, puisque l'on peut dire que Wall Street n'existe plus au sens propre du terme. Il ne faudrait toutefois pas oublier que ce n'est pas la première fois que des événements de ce genre se sont produits. Même si la crise actuelle est sans précédent, les crises du capitalisme ne sont pas un phénomène nouveau. Elles sont même monnaie courante, mais ce sont les États-Unis qui sont à l'origine de la tempête cette fois-ci, et non pas une autre partie du monde. Quoi qu'il en soit, nous avons connu des situations analogues par le passé et nous avons survécu. Il convient de s'en rappeler avant de dire que le capitalisme américain est moribond.

## **LA PROBLÉMATIQUE DE LAKE WOBEGON\* (OÙ TOUT LE MONDE FAIT MIEUX QUE LA MOYENNE)**

On peut sans doute attribuer la crise à différents facteurs, qu'il s'agisse des primes de résultat excessives

*\* Lieu fictif servant de toile de fond à une émission radiophonique animée par Garrison Keillor, qui décrit Lac Wobegon comme « une petite ville oubliée par l'histoire et figée dans le temps », où « toutes les femmes ont du caractère, tous les hommes sont beaux et tous les enfants ont un coefficient intellectuel supérieur à la moyenne ».*

distribuées par les banques à leurs cadres, de la thésaurisation de la Chine ou de la rigidité financière de l'Allemagne. Ces explications ne doivent cependant pas masquer des causes plus fondamentales. Pour remettre la crise en perspective, nous devons revenir trente ans en arrière et examiner ce qui arrive lorsque des liquidités illimitées font la chasse à des catégories d'actifs limitées. La situation dans laquelle nous nous trouvons aujourd'hui est le résultat de six phénomènes.

Premièrement, au début des années 1980, les grandes places financières du monde ont déréglementé leur marché intérieur du crédit et libéralisé l'accès aux marchés financiers. Cette mondialisation de la finance a provoqué une augmentation spectaculaire des liquidités disponibles, des marchés isolés jusqu'alors étant désormais liés. Deuxièmement, ces liquidités ont énormément augmenté sous l'effet du développement de nouveaux instruments financiers, en particulier ceux provenant des techniques de titrisation et du recours croissant aux dérivés de crédit. Troisièmement, cette augmentation des liquidités mondiales s'est ensuite traduite par une baisse accélérée des taux d'intérêt à long terme comme à court terme. Dès 1991, les taux des prêts bancaires et les taux des fonds fédéraux (et donc les taux d'intérêt du monde entier) ont amorcé leur longue décrue, passant de taux à deux chiffres aux plus bas niveaux jamais connus.

Quatrièmement, on observe une concentration croissante du secteur bancaire dans les pays tirés par la finance. Le crédit bancaire disponible a donc décollé alors même que les pouvoirs publics abandonnaient certaines de leurs responsabilités, notamment en matière de retraite. Ce mouvement a favorisé le développement de puissants investisseurs institutionnels non bancaires, qui ont tous cherché à obtenir des rendements « supérieurs à la moyenne » (pour assurer leur carrière, les gestionnaires devaient obtenir des résultats supérieurs à certains indices, en général le Standard & Poor's 500 ou un indice donné de performance du secteur dont ils s'occupaient).

Cinquièmement, le déficit des paiements courants des États-Unis a atteint le niveau en pourcentage du produit intérieur brut (PIB) le plus élevé de l'histoire du pays. Les États-Unis ont emprunté entre 3 et 6 % du PIB chaque année pendant plus de vingt ans. Les prêts semblaient quasiment gratuits, compte tenu de la faiblesse des taux d'intérêt et de la croissance économique à laquelle nous nous étions habitués.

Sixièmement, un profond changement de philosophie, peut-être facilité par les événements discutés ci-dessus, s'est



© AP Images

Le déchargement au New Jersey de porte-conteneurs en provenance d'Asie.

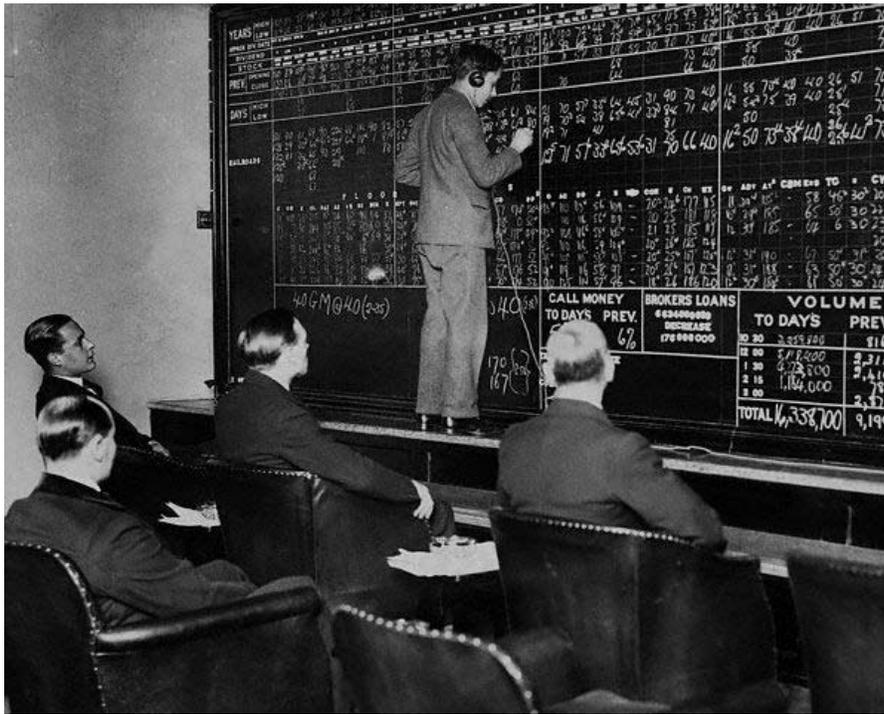
produit aux États-Unis entre 1970 et 2000. Les politiciens, les spécialistes de tous bords et le public ont fini par considérer que les marchés étaient des modèles d'efficacité capables de s'autoréguler et de produire sans risque des résultats toujours croissants, sous réserve que les pouvoirs publics les libèrent du carcan inutile et contre-productif de la réglementation, ce que les politiciens bien intentionnés des partis aussi bien démocrate que républicain se sont empressés de faire. Combinez tous ces éléments, et vous avez un secteur financier qui ne peut perdurer qu'en obtenant, de manière continue, des rendements supérieurs à la moyenne, alors même que sa part du PIB américain ne fait qu'augmenter.

### **LES LIMITES DU MODÈLE DE LAKE WOBEGON**

Le problème de la chasse aux rendements élevés est que la moyenne ne fait qu'augmenter. Dans le cas présent, les catégories d'actifs capables de fournir des rendements supérieurs à la moyenne sont limitées. Seules quelques catégories d'actifs s'offrent aux investisseurs : les actions, les instruments monétaires et les obligations. On y ajoutera

l'immobilier et les matières premières. Les actions, qui étaient relativement sous-évaluées au début des années 1990, sont devenues le moyen privilégié pour obtenir des rendements supérieurs. La masse des liquidités en quête de tels rendements a d'abord saturé les marchés boursiers des États-Unis, avant d'envahir les marchés boursiers d'autres pays durant la deuxième moitié des années 1990.

Après l'éclatement de cette bulle, de manière particulièrement spectaculaire en Asie de l'Est, ni les obligations, ni les autres produits à revenu fixe ne pouvaient à eux seuls produire les rendements supérieurs à la moyenne que les marchés, et tous ceux qui en dépendaient, attendaient désormais. Les investisseurs se sont donc intéressés aux cyber-entreprises, dont la bulle allait bientôt exploser avec fracas, puis à la catégorie d'actifs la plus évidente, l'immobilier. C'est cet intérêt qui sera à l'origine de la hausse mondiale des prix des logements, amorcée dans la foulée immédiate de l'éclatement de la bulle des cyber-entreprises à la fin des années 1990. En 2008, la bulle de l'immobilier avait épuisé son potentiel d'emprunteurs solvables, en partie en raison de la hausse des taux d'intérêt décidée



Des boursiers observent la chute des cours à la Bourse de New York en 1929.

par le président de la Réserve fédérale, Alan Greenspan, au milieu de la première décennie du nouveau siècle. Toujours à la poursuite de nouvelles sources de rendement, les investisseurs se sont alors rabattus sur une nouvelle catégorie d'actifs, les matières premières. Le pétrole verra donc son prix quadrupler, alors que les denrées alimentaires de base augmentaient de 40 à 70 % en l'espace d'un an. Ces marchés étaient toutefois beaucoup trop étroits pour faire face à un tel afflux de liquidités, sauf en ce qui concerne le marché pétrolier, et ces bulles ont rapidement éclaté. L'effondrement du marché des matières premières et les pertes du marché des dérivés des prêts hypothécaires à haut risque devaient alors provoquer la crise actuelle.

Bien qu'on l'appelle crise des « subprimes » (prêts hypothécaires à haut risque), la crise actuelle est en fait une crise systémique dont les prêts hypothécaires à haut risque n'ont été que le facteur de déclenchement, lorsque toutes les pratiques de gestion des risques des acteurs financiers n'ont pas permis de faire face à l'ensemble des problèmes. Si les banques et les autres établissements financiers disposent effectivement de modèles complexes de gestion des risques (de crédit, de liquidité, etc.), ces mêmes modèles peuvent créer de l'instabilité au sein des marchés en faisant oublier aux participants le risque

lié à la réalisation d'événements extrêmes (le risque se diffusant à travers les portefeuilles et les catégories d'actifs lorsque tous les acteurs se protègent de la même manière). En outre, un lien se crée entre les catégories d'actifs lorsque les banques doivent liquider leurs positions pour trouver des liquidités. Ainsi, ce qui est logique pour une banque peut créer un risque systémique pour le secteur bancaire pris dans son ensemble, les positions détenues se trouvant corrélées en série à la baisse comme à la hausse en présence d'un phénomène de bulle.

La crise était inévitable une fois le système bancaire saturé en dérivés de prêts hypothécaires et en swaps de défaut (« credit default swaps »). Elle s'est manifestée lorsque les pertes de plusieurs

grandes banques américaines ont provoqué la faillite de Lehman Brothers, qui a elle-même entraîné des pertes massives sur des marchés désormais liés de manière systémique, en particulier l'énorme marché des swaps de défaut. Les liquidités s'étant évanouies, la crise n'avait plus qu'à se propager. S'il est difficile de prévoir son évolution, devons-nous considérer qu'elle marque la fin du capitalisme américain ? Il y a plusieurs raisons de penser que ce n'est pas le cas. Le commentaire de Mark Twain reste d'actualité.

### MARK TWAIN ET LES TROIS RAISONS DE GARDER ESPOIR

Il faut noter que si le président de la Réserve fédérale, Ben Bernanke, a dit que nous étions en proie à la crise la plus grave depuis la dépression des années 1930, il n'a pas dit qu'elle était tout aussi grave. La réalité de cette dépression, c'était un taux de chômage de 20 à 40 %, l'effondrement du commerce mondial, des dévaluations répétées et ruineuses, des droits de douane absurdes et la fin du régime démocratique dans plusieurs pays. Certes, la crise actuelle est douloureuse, et elle pourrait encore s'aggraver, mais la situation est loin d'être aussi désespérée qu'elle l'était dans les années 1930. L'anecdote de Mark Twain montre qu'il faut savoir rester optimiste. En toute

hypothèse, le monde actuel est très différent de celui des années 1930. Les aiguilles du temps avancent toujours dans la même direction, et les circonstances à un moment donné ne sont jamais ce qu'elles ont été par le passé. Trois éléments nouveaux depuis 1930 permettent d'espérer que l'on ne répétera pas les erreurs d'antan.

Le premier est que nous pouvons tirer parti des leçons du passé. Nous n'avons pas à répéter les erreurs des années 1930 précisément parce que nous savons que ces années-là se sont mal passées et que les mesures égoïstes prises par les uns et les autres pour se protéger durant cette période ont tourné au désavantage de tous. Cette leçon a conduit les pays du monde entier à adopter des mesures automatiques de stabilisation de leur économie afin d'éviter un effondrement de la consommation de nature à provoquer des réflexes protectionnistes et nationalistes. Elle les a également conduits à se reposer sur la coopération multilatérale pour éviter les erreurs de politique économique. Certes, tous les pays ne semblent pas avoir retenu les mêmes leçons. Ainsi, les Allemands craignent les conséquences inflationnistes des dépenses auxquelles les Américains incitent les Européens dans le but d'éviter la hausse du chômage qu'ils redoutent. Mais l'objectif des réunions des groupes tels que le G20 est précisément de discuter de ces différences et de trouver des compromis. Il s'agit en fait d'établir un équilibre entre la stimulation des économies et leur encadrement. Des deux côtés de l'Atlantique, les dirigeants savent qu'ils doivent trouver un terrain d'entente pour sortir de l'ornière.

La seconde raison d'être optimiste est liée à un nouveau concept de DMA. Durant la guerre froide, DMA signifiait « destruction mutuellement assurée » : les États-Unis et l'Union soviétique avaient accumulé de telles quantités d'armes nucléaires qu'aucun des deux adversaires ne pouvait détruire l'autre sans se détruire lui-même. Remplacez « mutuellement » par « monétaire » et vous obtenez le nouveau concept de DMA, la « destruction monétaire assurée », qui plane sur les relations entre la Chine et les États-Unis. L'une des conséquences de la financiarisation de l'économie américaine est que nous avons obtenu de la Chine qu'elle échange, depuis plus de vingt ans, des biens tangibles contre du papier très mal rémunéré. Durant cette période, la Chine et d'autres pays d'Asie de l'Est ont vu leurs excédents commerciaux et leurs balances des paiements courants atteindre des niveaux extraordinaires. Fondamentalement, et sans que cela ait jamais été formalisé, les États-Unis ont parié qu'ils pouvaient faire tourner leur économie grâce à la

finance, selon une division du travail qui voit les Chinois fabriquer des produits en contrepartie de dollars que la Chine prête aux États-Unis afin qu'elle puisse acheter les produits chinois. Ce système est, lui aussi, arrivé à son terme. La Chine doit consommer davantage et les États-Unis doivent produire autre chose que des dérivés de prêts hypothécaires. Les deux parties le savent. Y parvenir sera douloureux, mais l'alternative est la destruction monétaire assurée : le dollar s'effondre, le commerce international s'évanouit. Mais cette fois-ci, les parties concernées savent qu'elles doivent éviter toute politique dont la logique égoïste serait désastreuse pour tous.

Troisième raison d'espérer, l'échec confirmé des solutions dogmatiques. L'idée que les marchés ont toujours raison et qu'ils sont capables de s'autoréguler, tandis que les pouvoirs publics ne savent que créer une réglementation inutile, est l'un des cauchemars récurrents de l'histoire du capitalisme. Les années 1930 nous ont appris que la confiance aveugle dans la capacité des marchés à s'autoréguler est fallacieuse. Cette philosophie sera supplantée par la méthode keynésienne, caractérisée par la réglementation des marchés financiers et l'État-providence. Les années 1970, autre période de crise du <sup>XX</sup> siècle, nous ont appris que John Maynard Keynes avait tort et qu'il convenait de libéraliser les marchés et les mécanismes financiers. Ce système, que l'on peut appeler le système de mondialisation néolibérale, est celui qui vient de s'effondrer. Quelles leçons allons-nous apprendre cette fois-ci ?

Les leçons de cette crise ne sont pas toutes connues, mais nous savons désormais que les intérêts des marchés et des États se recouvrent et s'alimentent mutuellement, en favorisant la croissance en dépit de tendances antagonistes. Le système capitaliste prospère dans un environnement de réglementation prudente de la part des États. Il n'y a aucune raison que le capitalisme américain fasse exception. L'équilibre exact entre le rôle de l'État et le rôle des marchés est une question politique que chaque pays doit décider pour lui-même. Presque tous les pays, y compris par les États-Unis, reconnaissent désormais qu'un tel équilibre est nécessaire.

On peut donc reprendre à nouveau l'expression de Mark Twain et dire que les rumeurs de la mort du capitalisme américain sont très exagérées. Cela restera le cas tant que nous accepterons de tirer les leçons du passé. ■

---

*Les opinions exprimées dans le présent article ne représentent pas nécessairement les vues ou la politique du gouvernement des États-Unis.*

# Le système monétaire international et ses imperfections

John Judis



© AP Images

En 1944, les délégués à la Conférence monétaire et financière de Bretton Woods (New Hampshire) ont pris la décision de faire du dollar la monnaie acceptée mondialement.

*Les économistes ont conscience des grandes imperfections du système monétaire international, mais ne peuvent se mettre d'accord sur les modifications à y apporter.*

*John Judis est rédacteur principal de la revue The New Republic et chercheur associé de la fondation Carnegie pour la paix internationale.*

Les derniers mois auront permis au public de se familiariser avec les termes abstraits et les instruments ésotériques qui ont fait dérailler l'économie mondiale. Des titres adossés à des prêts hypothécaires aux swaps de défaut, ces divers instruments ont mis le système monétaire international en déroute.

Depuis des dizaines d'années, les États-Unis se fient

au système financier complexe qui lie le sort de l'économie américaine aux économies chinoise et japonaise. Ce système empirique a permis aux pays asiatiques d'obtenir d'énormes excédents commerciaux dans leurs échanges avec les États-Unis. De leur côté, les États-Unis ont pu financer leurs immenses déficits budgétaires sans avoir à augmenter leurs taux d'intérêt ou leurs impôts. Ils ont également pu maintenir d'énormes déficits commerciaux sans voir leur monnaie se déprécier brutalement. De nombreux banquiers, des économistes de divers pays et des hauts responsables de l'État fédéral tels que le président de la Réserve fédérale (la banque centrale des États-Unis), Ben Bernanke, considèrent toutefois que ce système a contribué à la crise financière actuelle. Pire, ils craignent que son dysfonctionnement ne transforme la récession

actuelle en une dépression mondiale semblable à la dépression des années 1930.

## **BRETTON WOODS**

Le premier système de Bretton Woods remonte à une conférence tenue dans un hôtel de villégiature du New Hampshire en juillet 1944. Estimant que la dépression et, dans une certaine mesure, la Seconde Guerre mondiale, étaient les fruits de la déliquescence du système monétaire international au début des années 1930, des économistes américains et britanniques éminents se sont réunis pour créer un cadre plus stable au sein duquel le dollar remplacerait la livre sterling comme monnaie mondialement acceptée.

Le dollar est donc devenu l'outil reconnu des échanges internationaux et la monnaie de réserve universelle. Les pays qui accumulaient davantage de dollars qu'ils ne pouvaient en utiliser avaient la faculté de les échanger contre de l'or auprès des États-Unis. L'excédent régulier de la balance commerciale américaine créait, en toute hypothèse, une demande constante de dollars, dont les pays avaient besoin pour acheter des marchandises américaines. Le risque de voir les réserves d'or américaines s'épuiser était donc extrêmement réduit.

Le système de Bretton Woods a commencé à vaciller durant la guerre du Vietnam. Les États-Unis ont en effet dû expédier des milliards de dollars à l'étranger pour financer la guerre, alors même que le solde de leur balance commerciale était devenu déficitaire et que leur déficit budgétaire relançait l'inflation dans une économie en surchauffe. Certains pays commencèrent à échanger leurs dollars surévalués contre des marks allemands, tandis que la France et la Grande Bretagne se préparaient à en demander l'échange contre de l'or stocké à Fort Knox, où les États-Unis conservent leurs réserves de métal jaune. En réponse, le président Richard Nixon décida dans un premier temps de suspendre la convertibilité en or de la monnaie américaine, avant de demander aux pays d'Europe de l'Ouest et au Japon d'accepter de nouveaux taux de change. Ces taux réduisaient la contrepartie en or du dollar et augmentaient la valeur du mark et du yen par rapport à la monnaie américaine. Ces mesures visaient à réduire le coût des exportations américaines et à renchérir les exportations allemandes et japonaises, de façon à réduire le déficit commercial des États-Unis et à stabiliser le dollar.

Le président Nixon finit par obtenir de ces pays

qu'ils réévaluent leur monnaie, en imposant un régime temporaire de droits de douane pour les convaincre du bien fondé de sa position. Il ne réussit toutefois pas à établir un nouveau système de taux de change stabilisés. De fait, les différentes monnaies commencèrent à flotter. Après une inflation galopante à la fin des années 1970, le système, qui reposait toujours sur le dollar en tant que monnaie universelle, semblait prêt à exploser en une nébuleuse de monnaies concurrentes.

## **BRETTON WOODS II**

C'est alors qu'un nouvel ordre monétaire mondial a commencé à voir le jour. Les économistes font souvent référence à Bretton Woods II, sans pourtant que soit intervenu aucune conférence ou aucun accord concerté entre les grandes puissances économiques mondiales. Ce nouvel ordre est le fruit d'une série de décisions individuelles, prises dans un premier temps par les États-Unis, le Japon et l'Arabie saoudite, et plus tard par les États-Unis et d'autres pays asiatiques, en particulier la Chine.

Bretton Woods II a pris forme durant le premier mandat du président Ronald Reagan. Pour combattre l'inflation, Paul Volcker, alors président de la Réserve Fédérale, décida de porter les taux d'intérêt américains au-delà de 20 %. Cette mesure se traduisit par une récession brutale, avec un chômage dépassant 10 % à l'automne 1982, et par des déficits budgétaires importants, les dépenses de l'État augmentant plus vite que ses recettes fiscales. Le cours du dollar se mit en outre à grimper, les autres pays tirant parti de la hausse des taux d'intérêt aux États-Unis. Cette situation eut pour résultat de menacer les exportations américaines, le déficit commercial des États-Unis se creusant sous l'effet des importations de produits bon marché alors que les étrangers n'achetaient plus les produits américains devenus brusquement trop chers. Le gouvernement Reagan se trouva donc aux prises avec une situation où tout effort de réduction du déficit commercial par la diminution du déficit budgétaire ne pouvait que mettre un nouveau frein à la croissance. Inversement, toute stimulation de l'économie par l'augmentation du déficit budgétaire impliquait de maintenir les taux d'intérêt à un niveau élevé, afin de pouvoir placer les bons du Trésor américain en quantité suffisante. Cette hausse des taux ne pouvait, à son tour, que ralentir la croissance. C'est alors que le Japon, l'Arabie saoudite et d'autres pays de l'Organisation des pays



© Thomas D. McAvoy/Time Life Pictures/Getty Images

Un sénateur montre des billets de banque étrangers devant une commission sénatoriale en 1945.

exportateurs de pétrole (OPEP) décidèrent de venir à la rescousse.

À la fin de la Seconde Guerre mondiale, le Japon avait adopté une stratégie de croissance économique qui sacrifiait la consommation intérieure afin d'accumuler des excédents mis au service du financement des entreprises à vocation exportatrice. Initialement axée sur les entreprises à forte intensité de main-d'œuvre, notamment dans l'industrie textile, la démarche avait ensuite évolué au profit des secteurs fortement capitalistiques tels que l'acier ou l'automobile. Cette stratégie tirée par les exportations avait été favorisée par la sous-évaluation du yen dans les années 1960. L'effondrement du système de Bretton Woods et l'affaiblissement du dollar représentaient donc une menace pour le Japon. Pour soutenir ses exportations, Tokyo avait intentionnellement maintenu le taux de change du yen à un niveau faible en contrôlant soigneusement l'utilisation des dollars provenant des excédents commerciaux avec les États-Unis. En effet, au lieu d'utiliser leurs dollars pour acheter des produits et pour investir dans l'économie japonaise ou de les changer contre des yens, les Japonais commencèrent à les recycler aux États-Unis en acquérant des entreprises, des biens immobiliers et, par dessus tout, des instruments de dette du Trésor américain.

Ce seront ces placements en obligations, billets de trésorerie et autres bons du Trésor américain, renforcés par ceux effectués par les Saoudiens et d'autres producteurs de pétrole en quête de placements pour leurs pétrodollars, qui permettront finalement aux États-Unis de mettre fin à leur dilemme économique. Grâce aux Japonais, les États-Unis n'avaient plus besoin de maintenir leurs taux d'intérêt à un niveau élevé pour placer leurs bons du Trésor, sans pour autant devoir augmenter les impôts pour réduire leur déficit budgétaire. Comme le savent les historiens, il n'y a jamais eu d'accord explicite entre les Japonais et les Américains prévoyant que Tokyo financerait le déficit américain ou que Washington tolérerait la sous-évaluation du yen et un important excédent commercial japonais. Toutefois, cet arrangement officieux, décrit de manière brillante par R. Taggart Murphy dans son ouvrage sur le yen, *The Weight of the Yen*, finit par devenir la clé de voûte du nouvel ordre économique international.

La structure fondamentale de Bretton Woods II s'est maintenue au cours des vingt dernières années, mais de nouveaux acteurs sont entrés en scène. Comme l'explique Martin Wolf, chroniqueur du *Financial Times*, dans son livre *Fixing Global Finance*, les pays asiatiques, la Chine en tête, ont adopté au milieu des années 1990 une variante de la stratégie japonaise de croissance tirée par les exportations, après le choc des crises financières qui ont dévasté le continent. Ces pays ont ainsi maintenu des balances commerciales excédentaires avec les États-Unis et recyclé leurs dollars en achetant des bons du Trésor américain et d'autres avoirs libellés en dollars, en renonçant à les échanger dans leur propre monnaie ou à les investir dans leur propre pays, ce qui a déprécié leur monnaie par rapport au dollar et contribué à perpétuer les excédents commerciaux à l'origine de ces réserves. En juin 2008, la Chine détenait plus de 500 milliards de dollars en instruments de dette du Trésor américain et se trouvait au deuxième rang derrière le Japon. Les banques centrales de l'Asie de l'Est étaient devenues l'équivalent de Fort Knox dans le système de l'après-Bretton Woods.

### AVANTAGES ET INCONVÉNIENTS

Cet arrangement présentait, jusqu'à la période récente, de grands avantages pour les États-Unis : ils pouvaient éviter d'augmenter les impôts, la richesse s'accroissait en haut de l'échelle des revenus, et le dollar conservait son rôle de monnaie internationale de référence. On voit mal comment, sans Bretton Woods II, les États-Unis auraient

pu faire la guerre en Irak et en Afghanistan tout en réduisant les impôts. De leur côté, la Chine et les autres pays asiatiques ont bénéficié de près de dix années sans crise financière. Et l'économie mondiale a bénéficié de faibles coûts de transaction et d'une relative stabilité des prix, les pays disposant d'une monnaie commune pour les achats et les ventes de biens.

Toutefois, Bretton Woods II n'a pas eu que des avantages. En théorie, un pays détenteur de dollars aurait pu faire pression sur les États-Unis en menaçant de liquider ses avoirs. Bien entendu, tout pays important qui se débarrasserait de ses dollars, tel que la Chine par exemple, porterait atteinte à sa propre stabilité financière autant qu'à celle des États-Unis. Ceci étant, deux économistes réputés, Brad Setser et Nouriel Roubini, font valoir qu'une simple menace implicite de liquider des dollars, voire le fait de cesser d'en acquérir, serait de nature à réduire la liberté de manœuvre des États-Unis à l'étranger. Comme ils l'ont écrit, « la capacité de lancer un ordre de vente susceptible de déstabiliser les marchés ne donne peut-être pas aux Chinois un droit de veto sur la politique étrangère des États-Unis, mais elle augmente incontestablement le coût de toute politique américaine rejetée par la Chine. »

Le Japon, la Chine et d'autres pays asiatiques ont subi, eux aussi, les conséquences de l'accord monétaire implicite. Les dollars obtenus grâce aux excédents commerciaux avec les États-Unis n'ont pas été utilisés pour augmenter le niveau de vie de leur population, mais ont été thésaurisés sous la forme de bons du Trésor américain. Comme l'écrit Martin Wolf, « la Chine, qui compte près de 800 millions de pauvres, ne consomme que la moitié de son PIB et exporte le reste sous la forme de capitaux dans le monde entier. »

Pour revenir à une préoccupation plus immédiate, Bretton Woods II a contribué à la crise financière actuelle en suscitant des taux d'intérêt faibles qui ont alimenté la bulle de l'immobilier. On sait comment ce phénomène s'est produit : en 2001, les États-Unis traversaient une phase de légère récession due en grande partie à une surcapacité dans les secteurs des télécoms et de l'informatique. La récession aurait pu être beaucoup plus sévère, mais les investisseurs étrangers étaient disposés à prêter au Trésor américain. Le gouvernement Bush a donc pu baisser les impôts et augmenter les dépenses publiques, alors que la Réserve Fédérale baissait ses taux à 1 %. Malgré cela, l'économie s'est à peine redressée au cours des quatre années qui ont suivi. Inquiètes face au

risque de surcapacité, les entreprises n'ont pas abandonné leur réticence à investir. Elles ont préféré rembourser leurs dettes, racheter leurs propres actions et conserver de la trésorerie. Les banques et les autres institutions financières, méfiantes à l'égard de la Bourse depuis l'éclatement de la bulle des cyber-entreprises, ont investi dans des titres adossés à des prêts hypothécaires et autres instruments dérivés.

La reprise économique anémique a finalement été tirée par l'augmentation de la consommation. Les salaires ayant diminué en valeur réelle, les consommateurs se sont endettés, en dépensant plus qu'ils ne gagnaient. Encouragés par la faiblesse des taux d'intérêt, et par les offres de prêts hypothécaires à haut risque nouvellement introduits sur le marché, ils ont acheté des logements et en ont fait grimper les prix. L'effet de richesse créé par cette survalorisation du patrimoine foncier a lui-même contribué à soutenir la demande et à gonfler la bulle immobilière. Celle-ci a finalement éclaté lorsque les prix de l'immobilier ont commencé à baisser, la consommation et les investissements des entreprises s'effondrant dans le même temps. La panique financière s'est rapidement généralisée, les titres adossés à des prêts hypothécaires contaminant les autres types d'instruments dérivés, tandis que la crise se propageait des États-Unis aux autres pays, notamment européens, qui avaient acheté des produits financiers américains.

Et ce n'est pas tout. L'économie chinoise s'est mise à souffrir elle aussi, lorsque la demande américaine pour les produits chinois a cessé d'augmenter. La Chine a alors connu l'équivalent d'une récession, dont les répercussions se font sentir dans toute l'Asie. Quant aux États-Unis, ils ne peuvent plus compter sur les excédents en dollars de la Chine pour absorber les bons du Trésor américains.

## **UNE RÉFORME INDISPENSABLE**

Les conséquences de la crise pourraient encore s'aggraver. Autrefois, les pays en récession pouvaient compter sur les pays en croissance pour tirer leurs exportations et pour offrir des possibilités d'investissement. L'espoir est aujourd'hui que la croissance économique de l'Asie, en particulier en Chine, servira d'amortisseur à la récession américaine et européenne. La Chine a besoin des États-Unis pour ses exportations, et les États-Unis ont besoin des capitaux apportés par la Chine. On ne saurait exclure une récession mondiale susceptible de donner naissance à la première dépression depuis les années 1930

si cette symbiose économique particulière venait à se désagréger, comme il semble que ce soit le cas.

Les dirigeants politiques doivent donc accepter le fait que si le système de Bretton Woods II n'est pas le produit d'un traité international, il n'est pas non plus le fruit d'un système d'économie de marché qui reposerait sur la libre fluctuation des monnaies. Tout au contraire, il s'agit d'un système soutenu par des politiques nationales bien précises. Les États-Unis ont accepté que leur balance commerciale soit largement déficitaire, avec tout ce que cela implique pour la main-d'œuvre américaine, moyennant quoi les pays étrangers ont accepté de financer nos déficits budgétaires. De leur côté, les pays asiatiques ont accepté de limiter le niveau de vie de leur population en échange d'une croissance tirée par les exportations et d'un moindre risque de perturbations des marchés des changes.

La Chine, le Japon et d'autres pays asiatiques devront également jouer un rôle dans la recherche de solutions à la crise, volontairement ou sous pression du gouvernement Obama. De fait, la Chine a déjà pris des mesures en annonçant à l'automne dernier un plan de relance de l'économie d'un montant de 586 milliards de dollars, sous la forme d'investissements dans les secteurs du logement, des transports et de l'infrastructure. Le réinvestissement dans l'économie locale des excédents commerciaux de la Chine devrait augmenter la demande de produits importés, favoriser l'appréciation du yuan et entraîner ainsi une baisse de l'excédent commercial de la Chine avec les pays occidentaux.

De nombreux hauts responsables américains sont en faveur d'ajustements reposant sur l'engagement des États-Unis à réduire leur déficit commercial et sur l'évolution de la politique de croissance tirée par les exportations, que ce soit en Chine, au Japon ou dans d'autres pays d'Asie. Au-delà de ces mesures, il existe, notamment en Europe, un sentiment grandissant que les grandes puissances économiques mondiales doivent adopter un nouveau système monétaire international, ou du moins modifier en profondeur le système actuel. Le premier ministre britannique, Gordon Brown, a préconisé de manière explicite « un nouveau Bretton Woods visant à construire une nouvelle architecture financière internationale pour les années à venir. » M. Brown souhaite notamment renforcer le Fonds Monétaire International (FMI) afin qu'il joue « un rôle de système d'alerte et de mécanisme de prévention des crises dans le monde entier. » En outre, le FMI, ou une nouvelle organisation, assurerait le suivi des transactions financières transfrontalières.

Quoi qu'il en soit, un ajustement du rôle du dollar sera certainement nécessaire. L'ère du billet vert n'est sans doute pas terminée, mais la récession et la crise financière actuelles remettent en cause les conditions très particulières de sa dominance au cours des dernières décennies. Produits d'un engagement délibéré, les premiers accords de Bretton Woods avaient jeté les bases nécessaires pour une croissance régulière. Il appartient désormais à la communauté internationale de faire les choix qui définiront un nouveau Bretton Woods. ■

---

*Le présent article est extrait d'un article paru sous le même titre dans la revue The New Republic, le 3 décembre 2008. © 2008 The New Republic, LLC.*

*Les opinions exprimées dans le présent article ne représentent pas nécessairement les vues ou la politique du gouvernement des États-Unis.*

# La mondialisation et le système financier américain

Charles Geisst



© AP Images

Grâce aux technologies ultrarapides, faire des placements à l'étranger est devenu un jeu d'enfants.

*La mondialisation a contribué à la crise financière actuelle et servira sans aucun doute également à sa solution.*

*Charles Geisst est professeur de finances au Manhattan College. Il est l'auteur de nombreux ouvrages, dont un sur l'histoire de Wall Street, Wall Street: A History, et dirige la publication de l'Encyclopedia of American Business History.*

Dans les décennies qui ont suivi la Seconde Guerre mondiale, il est apparu de plus en plus clairement que l'avenir de l'économie mondiale passerait par la mondialisation. Un jour, les marchés de toutes catégories de biens et de services seraient intégrés avec, à la clé, des avantages indéniables. Le niveau de vie de la population augmenterait partout à mesure que les obstacles au commerce, à la production et aux capitaux disparaîtraient. Il s'agissait là d'un noble objectif, qui a été

en partie réalisé, mais dont la poursuite de sa réalisation a récemment connu un grave accident de parcours.

La mondialisation a de nombreuses connotations. À l'origine, ce terme évoquait des facilités d'accès à l'échelle internationale. Les obstacles au commerce et aux investissements finiraient par disparaître et les mouvements internationaux de biens et de services se développeraient. Des zones de libre-échange et des marchés communs furent créés à cette fin. La suppression de ces obstacles au commerce et aux investissements contribuerait à répartir les richesses plus équitablement, des plus riches aux plus pauvres.

À ce jour, seuls les services financiers ont véritablement réussi à se mondialiser. Les marchés financiers, où les décisions se prennent très rapidement grâce entre autres à des moyens technologiques ultrarapides, ont dans de nombreux cas aboli les frontières nationales. Effectuer des placements à l'étranger est

devenu un jeu d'enfant. Dans la plupart des grandes places financières, les pouvoirs publics ont supprimé les restrictions qu'ils imposaient auparavant et les étrangers ont été encouragés à investir, ce qui a créé une vaste gamme de possibilités de placement.

Le phénomène n'est pas nouveau. Depuis la Seconde Guerre mondiale, de nombreux États ont assoupli les restrictions qui entouraient leur monnaie, et aujourd'hui le marché des changes est le marché financier le plus important et le plus liquide du monde, où les transactions s'effectuent 24 heures sur 24. Aucune distinction n'y est faite en raison de ces particularités ou de ces restrictions nationales pour les principales devises. Si les pouvoirs publics autorisent la libre convertibilité de leur monnaie, comme cela est le cas dans la plupart des pays industriels, un dollar ou un euro s'échange aussi facilement à Hongkong ou à Tokyo qu'à Dubaï ou à New York.

### **LES TRANSACTIONS TRANSFRONTALIÈRES**

Les autres marchés financiers ont rapidement fait de même. Les marchés obligataires publics et privés et les marchés boursiers ont tous commencé à se développer grâce à de nouvelles technologies plus rapides. Il y a quarante ans, Gordon Moore, l'un des fondateurs du géant du logiciel Intel, a formulé sa célèbre prédiction (la loi de Moore), selon laquelle la puissance des microprocesseurs serait multipliée par deux tous les deux ans. De nouvelles puces, plus rapides, ont permis un nombre croissant de transactions financières, capacité qui a très vite suscité encore plus de transactions. Les courtiers ont rapidement pu passer d'un marché à l'autre et franchir les frontières nationales avec une facilité qui suscitait l'envie des partisans de la mondialisation d'autres secteurs de l'économie. Pendant la même période, les fabricants d'automobiles avaient mis en avant l'idée de la voiture universelle, sans remporter le même succès.

Wall Street et les autres grandes places financières ont prospéré. Les clients pouvaient passer leurs ordres d'achat ou de vente d'actions à une vitesse qui aurait été inimaginable au milieu des années 1990. La Bourse de New York (New York Stock Exchange) et le NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations) abandonnèrent leur ancienne méthode de cotation des actions en fractions pour adopter le système décimal. Les ordinateurs n'aimaient pas les fractions, et l'ancienne méthode ne favorisait pas non plus les transactions ultrarapides. Les clients pouvaient

maintenant acheter ou vendre des actions par ordinateur sur les grandes places boursières aussi rapidement qu'à la Bourse de leur propre pays. Les transactions boursières transfrontalières étaient devenues réalité, et les services financiers faisaient l'envie des autres secteurs qui rêvaient depuis longtemps de la mondialisation.

Les résultats ont été stupéfiants. À la Bourse de New York, le volume des transactions est passé d'un record de 2 milliards d'actions en 2001 à un record de 8 milliards en 2008. Sur les marchés des changes, les volumes de transactions se chiffraient maintenant quasiment tous les jours en billions de dollars. Sur les marchés obligataires, le montant annuel des émissions dépassait 1 billion de dollars, alors qu'il ne se comptait auparavant dans les années record qu'en milliards de dollars. La valeur annuelle des fusions-acquisitions s'exprimait également en billions de dollars. Le volume et la soif de transactions semblaient ne connaître aucune limite.

### **UN CYCLE CLASSIQUE**

L'économie américaine a toujours connu de longues périodes de prospérité entrecoupées de forts ralentissements, ces interruptions temporaires étant généralement causées par une bulle spéculative qui finissait par se vider de tout air. La situation s'est reproduite à de nombreuses reprises depuis 1793, année de la première grande récession économique de New York consignée dans les annales. Des problèmes du même genre ont eu lieu au moins huit fois jusqu'en 1929. Chaque phase d'expansion était suivie d'une période de récession, certaines étant plus graves que d'autres. La dépression qui a suivi 1929 a finalement donné lieu à des réformes radicales du système bancaire et des marchés boursiers.

Jusqu'en 1929, ces récessions étaient qualifiées de «paniques». Le terme de «dépression» n'avait été utilisé qu'à une ou deux reprises au début du XX<sup>e</sup> siècle, mais à partir des années 1930, il devait rester associé exclusivement à cette décennie. Ce cycle classique se manifeste encore aujourd'hui. La récession de 2001 a fait suite à la baisse brutale du cours des actions des cyber-entreprises, et bon nombre des opérateurs au jour le jour qui s'étaient servi des nouvelles technologies informatiques se sont alors retirés du jeu, tout comme l'avaient fait leurs prédécesseurs au XIX<sup>e</sup> siècle. Une récession a suivi et a temporairement atténué la recherche de profits spéculatifs.

Les XIX<sup>e</sup> et XXI<sup>e</sup> siècles ont plus de points communs qu'on pourrait le penser. Après avoir accédé à



© AP Images

Le boom de l'immobilier dans la Silicon Valley (Californie), avant que la bulle des cyber-entreprises ne laisse présager la crise immobilière de 2008.

l'indépendance, les États-Unis ont dépendu des capitaux étrangers pendant les cent vingt premières années de leur existence. Jusqu'à la Première Guerre mondiale, une grande partie de l'infrastructure et de l'industrie américaines a été financée par des capitaux étrangers, principalement sous la forme d'obligations. Les Américains produisaient la plus grande partie des biens et des services dont ils avaient besoin, mais les capitaux étaient toujours insuffisants, jusqu'à ce que la guerre modifie la donne géopolitique.

Cette nouvelle situation dura jusqu'à la fin des années 1970, où elle s'inversa de nouveau. Le taux d'épargne des ménages américains déclina, et les capitaux étrangers affluèrent. Les obligations avaient de nouveau la préférence des investisseurs, mais les marchés boursiers prospéraient également. Les consommateurs, qui étaient à l'origine d'environ les deux tiers du produit intérieur brut américain depuis les années 1920, achetaient des biens produits aux États-Unis et à l'étranger, tandis que les étrangers fournissaient les capitaux nécessaires au financement de l'État fédéral et de nombreux secteurs de l'industrie américaine. Cette situation persiste encore aujourd'hui, la Chine détenant à lui seul environ la moitié des bons du Trésor américains.

### **L'ESSOR DES PRÊTS HYPOTHÉCAIRES**

Après l'éclatement de la bulle des cyber-entreprises et les scandales d'Enron et de WorldCom, Wall Street semblait devoir se calmer pendant un moment, faute de

nouvelles idées de bulle spéculative. Toutefois, plusieurs tendances cycliques sont réapparues et ont, par leurs effets conjugués, alimenté le plus grand boom de courte durée jamais observé. La mondialisation, l'afflux de capitaux étrangers et des méthodes ésotériques d'analyse financière se sont conjugués à l'essor de l'immobilier pour donner naissance au cycle d'expansion et de récession le plus explosif – et potentiellement aussi le plus destructeur – de toute l'histoire américaine.

La récente bulle spéculative est due à l'essor de l'immobilier. Normalement, l'immobilier suit les hausses des cours de la Bourse

sans les causer. Après l'éclatement de la bulle des cyber-entreprises et les traumatismes causés par les attentats du 11 septembre 2001, la situation s'est inversée. L'immobilier a commencé à intéresser de nombreux investisseurs. Les primo-accédants à la propriété étaient nombreux, et beaucoup de particuliers déjà propriétaires se sont empressés de refinancer leurs prêts immobiliers. Ce nouvel engouement ne portait en fait que sur des pratiques anciennes, embellies par des méthodes financières modernes.

Ce phénomène était difficile à détecter à ses débuts. Tous les facteurs qui avaient concouru à le créer existaient déjà au préalable. Beaucoup étaient des méthodes bien connues qui avaient fait leurs preuves dans le secteur de la finance. Depuis plusieurs décennies, les organismes de crédit relevant du secteur public avaient recours à la titrisation pour convertir un grand nombre de prêts hypothécaires en titres qui étaient ensuite achetés par des investisseurs. Cette méthode permit d'augmenter encore la quantité de fonds disponibles pour le marché de l'immobilier, à une époque – après 2001 – où la demande était très élevée. À Wall Street, la nouvelle mode était de financer le « rêve américain », à savoir l'idée que chacun devrait être propriétaire de son logement.

La demande de ces valeurs titrisées était importante, à tel point que les établissements financiers de Wall Street commencèrent à en produire à un rythme de plus en plus élevé. Cette demande venait en grande partie d'investisseurs étrangers – banques centrales, banques d'affaires, fonds souverains et sociétés d'assurance – attirés

par ces rendements élevés. Ces investisseurs, notamment les banques centrales et les fonds souverains, recyclaient des dollars provenant de leur balance des paiements courants avec les États-Unis qui allait en s'accroissant. L'argent quittait les États-Unis par le biais des importations américaines de produits étrangers et revenait sous la forme d'investissements.

### VICTIMES DE LEUR PROPRE SUCCÈS

L'essor des prêts hypothécaires a commencé après 2001 et a pris de grandes proportions en l'espace de quelques années. La demande de titres adossés à des prêts hypothécaires n'a pas fléchi et très vite, cette méthode d'adosser des titres à des actifs s'est étendue aux prêts hypothécaires à haut risque (« subprimes »), aux swaps de défaut (« credit default swaps ») et autres garanties exotiques à base de produits dérivés. À la fin de l'été 2007, à mesure que les taux d'intérêt à court terme ont commencé à augmenter après avoir stagné à des niveaux

historiquement bas, les premières fêlures sont apparues dans ce système de garanties et la valeur des actifs a commencé à s'effondrer, entraînant en quelques mois des crises dans le secteur bancaire et dans le secteur de l'assurance. Sans les moyens technologiques actuels, les résultats ne se seraient manifestés, comme par le passé, que des années plus tard.

Cette phase d'expansion avait été considérablement facilitée par la déréglementation en 1999 des marchés financiers américains, qui marquait officiellement l'aboutissement de deux décennies d'assouplissement progressif de règles strictes. Le nouvel environnement financier ainsi créé permettait aux banques de dépôt et aux banques d'affaires de cohabiter, ce qui était interdit depuis 1933. Lorsqu'elles ont commencé à tirer parti de la déréglementation au sein des mêmes structures, d'autres principes de longue date de la gestion des risques sont également passés à la trappe, dans une quête toujours plus grande du profit.

La crise du marché du crédit et des garanties met



Manchette de journal lors du krach boursier de 1929.

fin à une époque de près de quarante ans marquée par les organismes de crédit immobilier relevant du secteur public et tous les bienfaits qu'ils ont apportés depuis l'adoption des lois à vocation sociale des années 1960. Lors du krach boursier de 2008, Wall Street, les marchés du crédit et le secteur immobilier américain ont tous été victimes de leur propre succès. La cupidité, l'insuffisance de la réglementation et la complexité du secteur financier, qui a créé bon nombre de ces instruments financiers exotiques, ont tous contribué à cette récente débâcle des marchés et de l'économie dans son ensemble.

Et surtout, la crise illustre les dangers de la déréglementation et de la mondialisation. Malheureusement, le scepticisme qui devrait accompagner toute phase d'expansion n'était pas au rendez-vous. La mondialisation a contribué à alimenter la crise

et participera sans aucun doute également à son dénouement. La déréglementation laissera place à un contrôle institutionnel plus rigoureux des établissements financiers, visant à prévenir la fraude et l'escroquerie. Après le krach boursier de 1929, il a fallu attendre près de quatre ans avant que soit mis en place un dispositif de réglementation qui sépare les différentes catégories de banque et qui établisse des lois nationales sur les valeurs boursières. D'après la loi de Moore, cela devrait se produire beaucoup plus rapidement cette fois-ci. Les forces de la mondialisation l'exigent. ■

---

*Les opinions exprimées dans le présent article ne représentent pas nécessairement les vues ou la politique du gouvernement des États-Unis.*

# LA NOUVELLE DONNE ÉCONOMIQUE

Barack Obama, président des États-Unis



© AP Images

Il nous faut poser de nouveaux fondements pour la croissance et la prospérité (...) des fondements reposant sur cinq piliers qui accéléreront la croissance de notre économie et qui feront de ce nouveau siècle un autre siècle américain : de nouvelles règles pour Wall Street qui récompenseront le dynamisme et l'innovation, de nouveaux investissements dans le domaine de l'éducation qui accroîtront les compétences de notre population active, de nouveaux investissements dans le secteur des énergies renouvelables et des technologies qui créeront des emplois et des entreprises, de nouveaux investissements dans le secteur de la santé qui réduiront les coûts pour les familles et les entreprises, enfin de nouvelles économies dans notre budget fédéral qui réduiront l'endettement pour les générations à venir.

Président Barack Obama, « De nouveaux fondements pour l'économie »,

le 14 avril 2009 à Washington.

<http://www.america.gov/st/texttrans-english/2009/April/20090414142247eafas0.3019068.html>

Timothy Geithner, ministre des finances

Nous sommes un pays fort et résistant. Nous sommes entrés dans la crise actuelle avec le pouvoir et les moyens dont nous avons besoin pour limiter les dommages causés à notre économie par la crise financière. Nous agissons en vue de garantir que nous serons dotés de ce pouvoir et de ces moyens à l'avenir et en conséquence que nous moderniserons notre cadre réglementaire du XX<sup>e</sup> siècle pour faire face aux problèmes financiers du XXI<sup>e</sup> siècle.



© AP Images

Déclaration du ministre des finances, Timothy Geithner, devant une commission parlementaire, le 26 mars 2009 à Washington.

[http://www.realclearpolitics.com/articles/2009/03/geithner\\_announces\\_regulatory](http://www.realclearpolitics.com/articles/2009/03/geithner_announces_regulatory).



© AP Images

Ben Bernanke, président de la Réserve fédérale

En somme, la tâche à laquelle les organismes de réglementation doivent s'atteler consiste à trouver un bon équilibre : savoir rechercher les normes les plus strictes de protection des consommateurs sans supprimer les effets avantageux d'une innovation responsable en ce qui concerne le choix des consommateurs et l'accès au crédit. Notre objectif devrait être un système financier où l'innovation suscite un degré élevé de bien-être économique pour les particuliers et les collectivités à tous les niveaux de revenu.

Ben Bernanke, président de la Réserve fédérale, « Innovation financière et protection des consommateurs », le 17 avril 2009 à Washington.

[http://www.realclearpolitics.com/articles/2009/04/17/financial\\_innovation\\_and\\_consumer\\_protection\\_96048.html](http://www.realclearpolitics.com/articles/2009/04/17/financial_innovation_and_consumer_protection_96048.html)

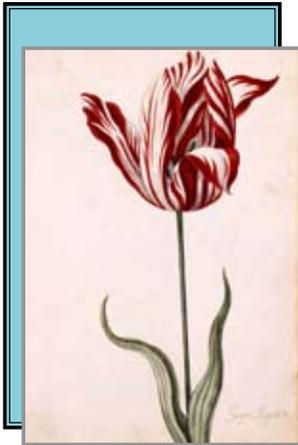
# BULLES SPÉCULATIVES

Une bulle spéculative peut se produire lorsque le prix d'un bien est nettement supérieur à sa valeur. On suppose que le prochain acquéreur payera un prix encore plus élevé pour ce bien. Les bulles peuvent être déclenchées par des phénomènes inexplicables (mode ou engouement) ou suscitées par les agissements de particuliers ou d'entreprises.



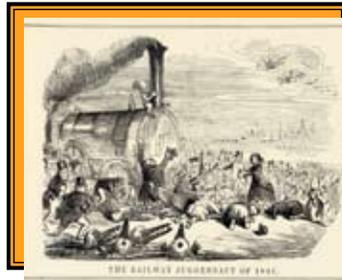
1926: la bulle immobilière en Floride

© AP Images



Wikimedia Commons

1637: l'engouement pour les tulipes  
Wikimedi Commons



© Mary Evans Picture Library

Années 1840: l'engouement pour les chemins de fer

1720: la Compagnie du Mississippi

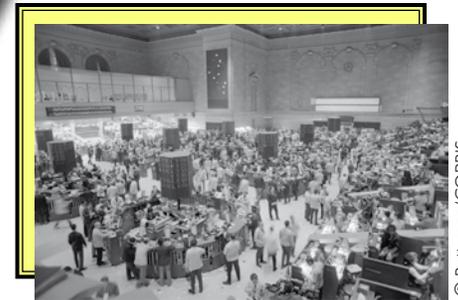
1720: la Compagnie des mers du Sud

Années 1920: la bulle économique américaine



© AP Images

Fin des années 1960 et début des années 1970: les 50 actions américaines formidables



© Bettmann/CORBIS

## L'engouement pour les tulipes en 1637

À l'apogée de l'engouement pour les tulipes en février 1637, le prix d'un bulbe représentait plus de dix fois le salaire annuel d'un artisan.

## L'engouement pour les chemins de fer

Pendant l'engouement pour les chemins de fer en Grande-Bretagne dans les années 1840, la nouvelle classe moyenne qui avait investi dans leur construction a tout perdu lorsque la bulle a éclaté.

## La bulle américaine des années 1920

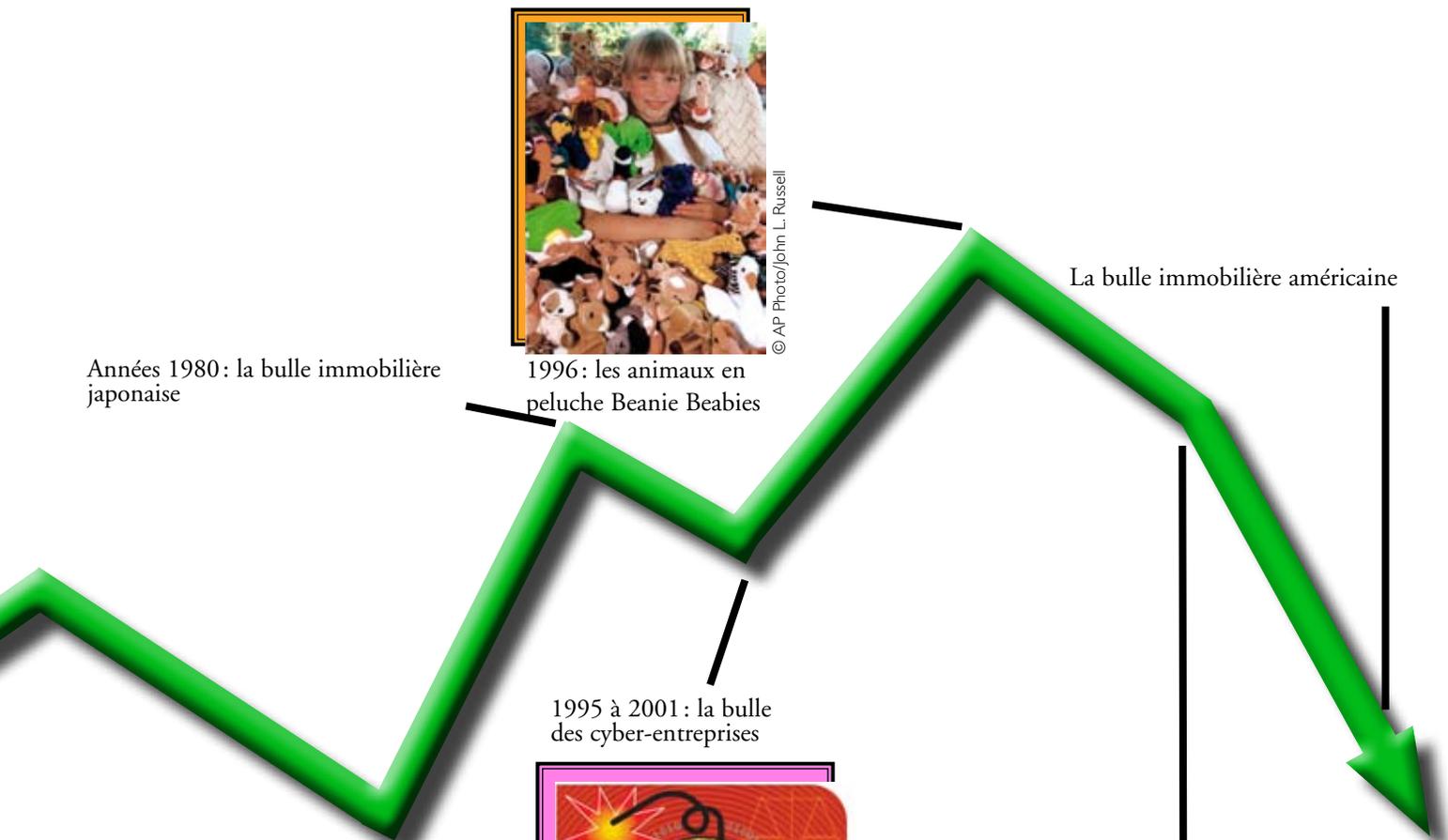
Dans les années 1920, de nombreux Américains se sont endettés pour profiter de la hausse phénoménale des cours à la Bourse et de l'accroissement du crédit. Lorsque le krach boursier s'est produit en 1929, la panique bancaire s'est déclenchée.

## La bulle immobilière en Floride

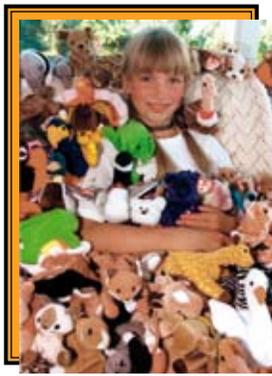
En 1925, la première bulle de l'immobilier en Floride a eu pour causes les acquisitions par des spéculateurs venus d'autres États, la facilité d'obtention de prêts pour les acquéreurs et la hausse rapide de la valeur des terrains situés dans des marécages.

## Les cinquante actions américaines formidables

À la fin des années 1960 et au début des années 1970, la hausse du cours des actions a attiré l'attention des boursiers. Les nouveaux achats d'actions ont entraîné une accélération de cette hausse, quelle que fût la véritable valeur de ces actions.



Années 1980: la bulle immobilière japonaise



© AP Photo/John L. Russell

1996: les animaux en peluche Beanie Babies

La bulle immobilière américaine

1995 à 2001: la bulle des cyber-entreprises



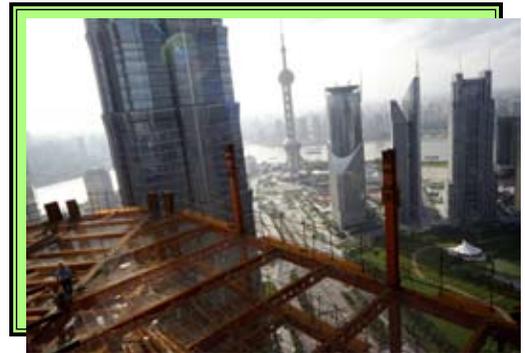
© Images.com/CORBIS

Fin des années 1980 et début des années 1990: les magazines de bandes dessinées



© AP Images/ Mark D. Phillips

1997: la crise financière asiatique



© AP Images

**Spider Man**  
Le marché spéculatif des magazines de bandes dessinées a atteint son point de saturation au début des années 1990 et s'est finalement effondré entre 1993 et 1997.

**Beanie Babies**  
Les animaux en peluche Beanie Babies ont fait l'objet d'un engouement au début des années 1990. Leur rareté a accru la demande, et les prix n'ont cessé de grimper.

**La bulle des cyber-entreprises**  
À la fin des années 1990, la bulle des valeurs boursières des cyber-entreprises a été due à l'activité spéculative provenant de l'apparition de nouvelles technologies.

**La crise financière asiatique**  
Avant la crise financière asiatique en 1997, les possibilités d'obtention de crédit étaient très importantes, ce qui a créé une hausse des prix de l'immobilier et des actions à un niveau insoutenable.

# Refonte de la réglementation : la théorie de l'équilibre des marchés financiers est erronée

George Soros



Un Chinois réagit devant la forte baisse de l'indice boursier de Shanghai en 2008.

*S'il semble indispensable de renforcer la réglementation internationale pour permettre au système financier mondial de perdurer, on doit éviter d'aller trop loin. Certes, les marchés ne sont pas parfaits, mais les carcans réglementaires le sont encore moins.*

*George Soros est président de Soros Fund Management et fondateur de l'Open Society Institute. Il est l'auteur de plusieurs ouvrages dont un sur la crise de 2008, The New Paradigm for Financial Markets: The Crisis of 2008 and What It Means, qui a paru récemment.*

**L**e présent article a été publié pour la première fois dans le quotidien libanais The Daily Star. Il est reproduit avec l'autorisation de Project Syndicate.

Nous traversons la crise financière la plus profonde depuis les années 1930. Cette crise a la particularité de ne pas avoir été causée par un événement externe,

comme cela avait été le cas lorsque l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (l'OPEP) avait décidé d'augmenter les prix du pétrole. Elle trouve son origine au sein même du système financier. L'existence d'un défaut inhérent à celui-ci remet en cause la théorie généralement acceptée selon laquelle les marchés financiers tendraient à l'équilibre, les écarts étant l'effet du hasard ou d'événements externes soudains, auxquels les marchés auraient du mal à s'ajuster. La philosophie actuelle de la réglementation des marchés financiers repose sur cette théorie, dont le caractère fondamentalement vicié est démontré par la sévérité et l'ampleur de la crise actuelle.

J'ai élaboré une autre théorie qui montre que les marchés financiers ne reflètent pas de manière fidèle les conditions sous-jacentes. L'image qu'ils projettent est toujours déformée d'une manière ou d'une autre. Et, ce qui est encore plus grave, les vues contestables des acteurs économiques, qui se reflètent dans les prix du marché,

peuvent parfois influencer les conditions fondamentales que ces prix sont censés traduire.

J'ai baptisé « réflexivité » cette interaction constante entre les prix du marché et la réalité sous-jacente. Je considère que les marchés financiers sont constamment sujets à cette réflexivité et peuvent parfois même diverger assez sensiblement de l'état d'équilibre censé les caractériser. En d'autres termes, les marchés financiers ont tendance à produire des bulles spéculatives.

### LES CAUSES DE LA CRISE

La crise actuelle trouve son origine dans le marché des prêts hypothécaires à haut risque (« subprimes »). L'éclatement de la bulle immobilière américaine a joué un rôle de détonateur de l'explosion d'une super-bulle économique, qui avait commencé à se développer dans les années 1980 lorsque le credo de l'infailibilité des marchés s'était généralisé. Ce culte avait donné naissance à la déréglementation, à la mondialisation et à des innovations financières fondées sur l'hypothèse erronée que les marchés tendaient vers l'équilibre.

Ce château de cartes a fini par s'effondrer. En septembre 2008, la faillite de Lehman Brothers a mis la machine infernale en mouvement. Le système financier s'est immédiatement grippé. Pour éviter toute contagion, les autorités des pays industriels ont garanti de fait qu'aucun autre grand établissement financier ne s'effondrerait. C'était oublier que les pays à la périphérie

du système financier mondial n'étaient pas à même de donner, eux aussi, des garanties crédibles. Les capitaux ont donc fui les pays d'Europe de l'Est, d'Asie et d'Amérique latine. Toutes les monnaies ont chuté par rapport au dollar et au yen. Les cours des matières premières se sont effondrés et les taux d'intérêt sont montés en flèche dans les pays émergents.

Les efforts de sauvetage du marché financier international n'ont pas encore abouti. Indépendamment de l'efficacité des remèdes, les consommateurs, les investisseurs et les entreprises vivent une expérience traumatisante dont les effets n'ont pas fini d'être ressentis. Une profonde récession est inévitable, et l'on ne saurait exclure l'hypothèse d'une dépression.

### COMPENSER LES EXCÈS DES MARCHÉS FINANCIERS

Que faut-il faire dans ces circonstances ?

Les marchés financiers ayant tendance à créer des bulles spéculatives, il appartient aux autorités de prendre les mesures réglementaires nécessaires pour éviter que ces bulles prennent une ampleur excessive. Jusqu'à présent, lesdites autorités ont explicitement refusé d'assumer cette responsabilité.

Certes, il est impossible d'empêcher la formation de bulles spéculatives, mais il est sans doute possible de les maintenir dans des limites raisonnables. Il ne suffit pas de contrôler la masse monétaire pour y parvenir. Les autorités financières devront également tenir compte du marché

du crédit, qui n'évolue pas de la même façon que la masse monétaire. En effet, les marchés ont des humeurs et des préjugés qu'il convient de compenser. Il sera donc nécessaire de créer de nouveaux outils pour contrôler le crédit indépendamment de la masse monétaire. Ou plutôt, il suffira de remettre ces outils en service, puisqu'ils existaient déjà dans les années 1950 et 1960. Je fais allusion ici aux exigences de couverture et aux normes de fonds propres pour les banques.

L'ingénierie financière complexe utilisée de nos jours complique le calcul de la couverture et des fonds propres nécessaires, quand elle ne rend pas cet effort totalement vain. Il faudra donc que les autorités



Bandes de nouvelles financières à New York, en septembre 2008.



À la suite de la baisse de la demande mondiale de produits chinois, la Chine a adopté un plan de relance destiné à accroître la consommation intérieure du pays.

© AP Images

## UNE NOUVELLE MISSION POUR LE FMI

La réglementation doit avoir un caractère mondial, puisque les marchés financiers sont mondialisés. Le Fonds monétaire international (FMI) a donc désormais une nouvelle mission, compte tenu de la situation actuelle, à savoir protéger les pays de la périphérie contre les effets des tempêtes qui naissent au centre, c'est-à-dire aux États-Unis.

Le consommateur américain ne peut plus être le moteur de l'économie mondiale. Les autres pays devront stimuler leur

financières compétentes enregistrent et approuvent les nouveaux produits financiers avant que ceux-ci ne soient commercialisés.

Les autorités financières devront faire preuve de doigté lorsqu'elles contrebalancent les sentiments du marché: le risque d'erreur humaine est bien réel. Fort heureusement, elles sont en prise directe avec le marché, ce qui devrait leur permettre de corriger leurs erreurs. Elles pourront toujours renforcer leurs exigences relatives à la couverture et aux fonds propres si celles-ci ne sont suffisantes pour dégonfler les bulles, ce qui n'est cependant pas sans risque, car les marchés eux-mêmes peuvent se tromper. La recherche de l'équilibre optimal est un processus sans fin, reposant sur l'expérimentation et les erreurs.

Les autorités financières et les participants au marché jouent déjà à ce jeu du chat et de la souris, mais sa vraie nature n'est toujours pas reconnue. Par ses oracles sibyllins, Alan Greenspan, ancien président de la Réserve fédérale (la banque centrale des États-Unis), était devenu maître dans l'art de la manipulation, mais il prétendait n'être qu'un observateur passif au lieu d'admettre son rôle véritable. C'est la raison pour laquelle les bulles ont continué de gonfler alors qu'il était à la tête de la Réserve fédérale.

propre économie pour éviter toute dépression généralisée. Toutefois, les pays sans excédent important de leur balance commerciale ne disposent pas des ressources nécessaires pour prendre des mesures contracycliques. C'est donc au FMI qu'il appartient de trouver des moyens pour financer les déficits fiscaux contracycliques. Il pourrait le faire d'une part en sollicitant les fonds souverains et d'autre part en émettant des droits de tirage spéciaux, de façon à permettre aux pays riches et capables de financer leurs déficits fiscaux d'aider les pays pauvres qui n'en ont pas les moyens.

S'il semble indispensable de renforcer la réglementation internationale pour permettre au système financier mondial de perdurer, on doit éviter d'aller trop loin. Les marchés financiers ne sont pas parfaits, mais les carcans réglementaires le sont encore moins. Les responsables des organismes de contrôle sont humains; en outre, ils suivent des règles bureaucratiques et sont soumis aux influences politiques. Le cadre réglementaire doit être limité au minimum nécessaire pour maintenir la stabilité. ■

The Daily Star a publié le présent article en collaboration avec Project Syndicate. © 2008 The Daily Star. Tous droits réservés.

Les opinions exprimées dans le présent article ne représentent pas nécessairement les vues ou la politique du gouvernement des États-Unis.

# Les perturbations financières mondiales

## Causes, remèdes et mesures à prendre

Joel Trachtman



Un cambiste d'une banque coréenne à Séoul (Corée du Sud), le 9 avril 2009.

*Les spécialistes de l'histoire économique débattront très certainement pendant de nombreuses années des causes véritables de la crise financière mondiale actuelle. La cause principale est d'ordre macro-économique, mais une réglementation adéquate aurait pu permettre d'éviter la crise ou d'en atténuer les effets.*

*Joel Trachtman est professeur de droit international à la faculté de droit et de diplomatie Fletcher qui relève de l'université Tufts. Il a notamment publié deux ouvrages: The Economic Structure of International Law et International Law and Politics.*

La crise financière mondiale a éclipsé l'Irak, l'Afghanistan, la Corée du Nord et d'autres situations préoccupantes; ces menaces qui pèsent pourtant lourdement sur la stabilité mondiale nous semblent maintenant modestes en comparaison. Même si nous manquons de recul et que nous concentrons notre attention peut-être un peu trop sur notre compte en banque, la crise financière actuelle est d'une grande ampleur et s'est étendue à de nombreux pays du monde entier. Pour remédier à la situation actuelle et prévenir de nouvelles crises – à supposer que cela soit possible – il importe d'en comprendre les causes. Il n'est pas simple d'établir un diagnostic car cette crise est due à l'interaction complexe d'une mauvaise gestion macro-économique, d'une réglementation financière incomplète et d'une gouvernance inadéquate des entreprises. Pour ces mêmes



© AP Images

Des billets de banque américains et chinois

raisons, il ne sera pas non plus facile de prévenir de nouvelles crises.

La crise financière a commencé aux États-Unis par une bulle de l'immobilier et par l'octroi de prêts hypothécaires à haut risque (« subprimes »). Tant que les prix de l'immobilier étaient à la hausse, ces prêts semblaient constituer de bons investissements, mais ils ont perdu beaucoup de leur attrait quand le marché de l'immobilier a commencé à baisser. Et cette baisse des prix n'a fait que s'accroître du fait de la difficulté croissante d'obtenir un prêt et de la multiplication des saisies de biens immobiliers pour non-paiement. Une grande partie des prêts hypothécaires originels ont été titrisés, et les banques et d'autres établissements financiers, ainsi que les investisseurs, toujours à l'affût de nouveaux investissements lucratifs, s'étaient empressés d'acheter et d'échanger ces titres ainsi émis, qui ont fini par perdre beaucoup de leur valeur. Dans le cas des établissements financiers, la perte de valeur de ces titres a affaibli leur capital et les a empêchés de mener normalement leurs autres activités. Ils n'étaient donc plus autant capables de financer les entreprises, ce qui a considérablement freiné l'activité économique. Ce n'est que maintenant que l'on commence à observer un desserrement du crédit.

Si la crise a commencé aux États-Unis, elle a maintenant pris une dimension mondiale. Elle s'est étendue au reste du monde car le système financier est mondial et les établissements financiers qui ont participé au secteur des prêts hypothécaires à haut risque aux États-Unis étaient des multinationales américaines aussi bien

que des multinationales étrangères. Certains établissements financiers étrangers ont en outre mené des activités comparables dans d'autres pays, cherchant à reproduire ailleurs ce qui se faisait aux États-Unis. Du fait de cette contagion financière, dès que les premiers établissements financiers, principalement américains, ont été menacés de faillite, il en a été de même de leurs homologues de différents pays. Enfin, la contagion économique par l'intermédiaire des échanges commerciaux et des investissements s'est traduite par une forte réduction des exportations en direction des États-Unis et des investissements américains effectués à l'étranger.

## LES CAUSES

Les spécialistes de l'histoire économique débattent très certainement pendant de nombreuses années des causes véritables de la crise financière mondiale actuelle. La cause principale est d'ordre macro-économique, mais une réglementation adéquate aurait pu permettre d'éviter la crise ou d'en atténuer les effets.

La faiblesse des taux d'intérêt aux États-Unis, au Japon et ailleurs, la politique de change de la Chine et la croissance des profits provenant du pétrole et d'autres sources de richesse placés dans des fonds souverains se sont traduits par un excès de liquidités, qui a contribué à la formation d'une bulle spéculative. Il y avait beaucoup d'argent « bon marché », qu'il fallait réinvestir quelque part. Et du fait de la faiblesse des taux d'intérêt, les investisseurs cherchaient en outre constamment à accroître leurs rendements. Ceux qui leur promettaient un rendement plus élevé avaient beaucoup de succès et pouvaient prélever d'importantes commissions.

Cet excès de liquidités s'est en grande partie engouffré dans le secteur de l'immobilier américain. Avant que la crise n'éclate, ce secteur présentait toutes les caractéristiques d'une bulle spéculative classique. Ceux qui investissaient dans l'immobilier, en tant que propriétaires ou que prêteurs de fonds, passaient pour des génies financiers. Les établissements de crédit ne pouvaient pas perdre de l'argent car la valeur des biens qui leur servaient de garantie allait continuer à augmenter, ce qui compensait d'éventuelles erreurs dans l'octroi des prêts. Comme l'a déclaré le célèbre investisseur Warren Buffett, « ce n'est que lorsque la mer se retire que l'on voit qui nageait nu ».

Les prêts hypothécaires ne provenaient plus des caisses d'épargne locales qui comptaient garder les créances



© AP-Images

D'anciens cadres de direction de Fannie Mae devant une commission parlementaire, en décembre 2008.

immobilières émises jusqu'à ce qu'elles parviennent à maturité. Ces créances étaient désormais regroupées en « paquets », qui étaient ensuite titrisés, les investisseurs et les banques d'affaires achetant et négociant ensuite à des fins d'investissement ces titres ainsi créés. Les établissements de prêts ne se souciaient souvent donc plus du long terme et de savoir si les emprunteurs seraient capables d'assurer le service de leur dette en cas de récession économique. Le nombre de titres adossés à des prêts hypothécaires a grimpé en flèche à partir de la fin de l'année 2003. Le modèle économique de nombreux établissements financiers a ainsi évolué, passant d'un système fondé sur l'écart entre les taux d'intérêt à un système axé sur les commissions et le négoce de titres. Le mode de rémunération a évolué en conséquence, les cadres qui arrivaient à obtenir ces commissions et ces profits touchant des primes en fin d'année.

D'après les obligations à respecter pour garantir l'émission de titres, il fallait disposer de « paquets » de prêts de bonne qualité, et il fallait souvent aussi améliorer la qualité du crédit par des assurances ou d'autres garanties. Ces titres adossés à des prêts hypothécaires, conformes aux conditions imposées par les organismes de notation financière tels que Moodys et Standard & Poors, avaient généralement d'excellentes cotes de crédit. Les organismes de notation étaient en concurrence les uns avec les autres pour développer leur activité et évaluaient souvent la solvabilité de ces paquets de prêts hypothécaires en s'appuyant sur l'expérience passée au lieu d'utiliser des modèles prospectifs qui auraient pris en compte la possibilité d'une bulle spéculative.

Le système de réglementation américain peut être accusé de deux travers, qui se résument en deux termes : commission et omission. Le gouvernement Bush souhaitait étendre l'accès des personnes à faible revenu à la propriété par l'octroi de prêts sans apport personnel. Le renforcement des règles régissant les fonds propres des géants américains du crédit immobilier Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) et Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation) ont permis à d'autres établissements d'accéder à la titrisation du marché de l'immobilier. Les règles de Bâle relatives aux fonds propres ont favorisé la titrisation. Et la réduction escomptée des fonds propres nécessaires pour les prêts hypothécaires dans le cadre des principes de Bâle II a conduit les banques américaines à détenir davantage de titres adossés à des prêts hypothécaires. Les banques d'affaires ont été autorisées à accroître leur recours à l'effet de levier. Il y a lieu de penser que tous ces changements de réglementation ont été motivés par l'excès de liquidités disponibles et ont favorisé la croissance du marché des titres adossés à des prêts hypothécaires et l'aggravation des risques que cela présentait. Certains membres des organismes de contrôle ont peut-être détecté une partie des problèmes qui allaient en s'aggravant, mais les autorités n'avaient pas la volonté politique nécessaire pour intervenir de façon énergique.

La gouvernance de nombreux établissements financiers a été mise à rude épreuve par le nouveau modèle économique axé sur les commissions et le négoce de titres, ainsi que par la volonté de développer les activités les plus lucratives, la rude concurrence provenant des activités risquées d'autres établissements et l'incapacité à définir un modèle convaincant tenant compte des risques à long terme. Dans ces circonstances, les actionnaires, les conseils d'administration et les équipes de direction n'ont pas su évaluer ni réduire le risque qu'encouraient leurs établissements. Dans une déposition au Congrès en octobre 2008, Alan Greenspan, ancien président de la Réserve fédérale des États-Unis, a déclaré : « Ceux d'entre nous – moi-même en particulier – qui pensaient qu'il était de l'intérêt des établissements de crédit de protéger les titres de leurs actionnaires sont maintenant dans un état de choc et d'incrédulité. ». C'est le système américain de gouvernance des entreprises qui est ainsi mis en accusation : les mécanismes de gouvernance ne suffisent pas à garantir que les cadres de direction gèrent leur entreprise en privilégiant l'intérêt à long terme des actionnaires, et non leur propre intérêt à court terme.



© AP Images

Les panneaux de vente de maisons se multiplient à cause de l'endettement excessif de leurs propriétaires.

### LES REMÈDES

Les causes de la crise financière méritent d'être examinées une par une avec le plus grand soin si l'on veut prévenir de nouvelles crises. Il faut bien sûr se souvenir que la simple analyse rétrospective de crises que nous avons déjà connues, par exemple celle due à la Ligne Maginot de l'armée française pendant la Seconde Guerre mondiale, ne suffira pas à en éviter de nouvelles. Il faut plutôt comprendre quels types de structure sont à l'origine d'une crise et chercher à mettre en place des mécanismes de détection d'éventuelles nouvelles crises et restructurer nos systèmes de réglementation en conséquence.

Premièrement, la gestion macro-économique doit permettre de détecter d'éventuelles bulles spéculatives et de mobiliser la volonté politique nécessaire pour intervenir. Deuxièmement, il ne faut pas perdre de vue le fait que les réformes de la réglementation ont souvent des motivations procycliques, qui aggravent des phénomènes dangereux. À mesure que nous réformons la réglementation en vigueur, nous devons nous poser la question de Warren Buffett : serons-nous nus lorsque la mer se retirera ? Troisièmement,

il faut considérer la réglementation financière comme une réponse aux différentes incitations contradictoires des établissements financiers. Nous devons reconnaître que la gouvernance d'entreprise ne peut pas toujours à elle seule empêcher une gestion à trop court terme. Nous devons aussi avoir conscience que les actionnaires des établissements financiers peuvent eux-mêmes ne pas avoir suffisamment intérêt à veiller à ce que ceux-ci évitent de prendre des risques excessifs. Il se peut que le reste d'entre nous doive prendre en charge, par le biais de l'assurance des dépôts bancaires et des plans de sauvetage de l'État, une part importante de ce risque. Face à ce risque moral, il est souvent nécessaire d'adopter une réglementation adéquate.

### LES MESURES À PRENDRE

Il est souvent nécessaire d'adopter une réglementation nationale lorsque les entreprises et leurs dirigeants ne sont pas les seuls à subir les conséquences des risques qu'ils prennent. De même, il convient d'adopter une

réglementation internationale lorsque les États ne sont pas les seuls à subir les conséquences des risques qu'entraîne leur propre réglementation. Des effets externes internationaux peuvent se produire par contagion : les établissements financiers entretiennent un dense réseau de relations interbancaires internationales et la faillite d'une banque peut avoir des effets néfastes sur d'autres. Des effets externes internationaux peuvent également se produire par le biais de la concurrence en matière de réglementation : lorsqu'un État donné assouplit sa réglementation, il se peut que cela améliore à court terme la compétitivité de ses établissements financiers et nuise ainsi aux établissements financiers d'autres pays. En outre, une récession économique américaine a des répercussions dans le monde entier du fait des échanges commerciaux et des investissements.

Quelle forme de réglementation internationale faut-il adopter ? Les États doivent être davantage responsables de la réglementation régissant la solvabilité de leurs établissements financiers, afin de réduire les risques de contagion. Il pourrait être utile qu'ils se mettent d'accord sur l'étendue de cette responsabilité.

Cela ne suffira cependant pas. Il faut remédier, soit par une réglementation adéquate soit par l'autorégulation du secteur financier, aux problèmes de gouvernance qui incitent les établissements financiers à prendre des risques excessifs. Il faudra adopter des dispositions réglementaires internationales pour veiller à ce que les États n'aient pas intérêt à assouplir leur réglementation en vue d'accroître la compétitivité de leurs propres établissements financiers. La réglementation de Bâle sur les fonds propres a été en partie adoptée pour répondre à cette préoccupation, mais il reste beaucoup à faire en la matière.

Si l'on veut éviter que ne s'instaurent des conditions propices à l'apparition de nouvelles bulles spéculatives ou d'autres crises d'origine macro-économique, il faudra enfin faire preuve de plus de sobriété et d'humilité dans le domaine de la gestion macro-économique et accorder davantage d'attention aux préoccupations des autres États dans ce domaine au niveau national. ■

---

*Les opinions exprimées dans le présent article ne représentent pas nécessairement les vues ou la politique du gouvernement des États-Unis.*

# L'évolution du système financier mondial

Richard Vedder



© AP Images

Au Mexique, des couturières confectionnent des vêtements destinés aux États-Unis.

*À la fin du XIX<sup>e</sup> siècle et au début du XX<sup>e</sup> siècle, il y avait peu de coordination au sein de la finance internationale. Cela a beaucoup changé après la Seconde Guerre mondiale, et cette évolution se poursuit à l'heure actuelle.*

*Spécialiste de l'histoire économique, Richard Vedder est professeur d'économie à l'université de l'Ohio. Il est notamment l'auteur d'un ouvrage sur le chômage aux États-Unis au XX<sup>e</sup> siècle, *Out of Work: Unemployment and Government in Twentieth-Century America*, et d'un autre sur l'histoire de l'économie américaine, *The American Economy in Historical Perspective*.*

La prospérité mondiale s'est considérablement accrue grâce au développement des relations économiques internationales, c'est-à-dire à l'échange de biens et de services et à la circulation de main-d'œuvre, de capitaux et d'idées à l'échelle de notre planète. Selon le principe de l'avantage comparatif, la richesse des nations augmente lorsque chaque pays se spécialise dans les activités économiques qui présentent pour lui un faible coût d'opportunité. Il faut cependant financer toutes ces activités économiques, et la poursuite de la croissance du commerce mondial dépend donc de la stabilité du système financier mondial. La situation est compliquée par le fait que la plupart des pays ont leur propre monnaie et

que les règles régissant les transactions financières varient beaucoup d'un pays à l'autre.

À la fin du XIX<sup>e</sup> siècle et au début du XX<sup>e</sup> siècle, il y avait peu de coordination au sein de la finance internationale. Londres était la capitale mondiale de la finance et la plupart des puissances commerciales avaient adopté l'étalon-or, ce qui signifie que les obligations financières étaient réglées en monnaies convertibles en or. Lorsqu'un pays donné utilisait une trop grande quantité de sa monnaie pour importer ou pour investir à l'étranger, il perdait une partie de ses réserves d'or, ce qui l'obligeait à réduire sa masse monétaire et son offre de crédit et conduisait généralement à la déflation. Les exportations de ce pays étaient alors plus intéressantes et ses importations moins avantageuses, et le déséquilibre de la balance des paiements se corrigeait. Bon nombre de spécialistes estiment que ce système a fonctionné relativement bien entre 1871 et 1914.

La Première Guerre mondiale a donné lieu à des mouvements de capitaux internationaux d'une ampleur sans précédent, à mesure que des pays européens comme la Grande-Bretagne et l'Allemagne se sont considérablement endettés en empruntant d'énormes sommes à d'autres pays, en particulier aux États-Unis. Le traité de Versailles (1919) a imposé de lourdes réparations à l'Allemagne, laquelle a alors adopté une politique hyperinflationniste qui a gravement porté atteinte à son économie. Pendant les années 1920, une tentative de rétablissement de l'étalon-or a vite été abandonnée : la Grande-Bretagne a définitivement renoncé à l'étalon-or intégral en 1931, et les États-Unis deux ans plus tard.

La dépression des années 1930 a en partie été due à la forte diminution des échanges commerciaux internationaux, causée entre autres par des droits de douane élevés. À partir de 1934, les pays ont cependant commencé à réduire ces barrières douanières néfastes ; les États-Unis ont notamment adopté la loi sur les accords commerciaux réciproques. Le retour à la normale du secteur financier international a cependant été brutalement interrompu par la Seconde Guerre mondiale en 1939, la guerre la plus coûteuse jamais menée, qui a considérablement perturbé les échanges commerciaux mondiaux et qui a donné naissance à des accords internationaux de coopération visant à faciliter la stabilité et la croissance économiques.

## DE NOUVELLES INSTITUTIONS INTERNATIONALES

Entre 1944 et 1960, de nombreux éléments nouveaux ont radicalement modifié la nature du système financier international. Préoccupés par la pénurie de devises fortes qui permettraient de financer la production de biens et de services ainsi que la reconstruction de pays ravagés par la guerre, le Britannique John Maynard Keynes et l'Américain Harry Dexter White ont proposé de mettre en place un nouvel ordre financier international lors de la Conférence de Bretton Woods de 1944. Le Fonds monétaire international (FMI) et la Banque internationale pour la reconstruction et le développement (Banque mondiale) ont ainsi vu le jour.

Le FMI était destiné à aider les pays ayant des problèmes de balance des paiements et des difficultés à maintenir des réserves suffisantes pour garantir les taux de change fixes définis par rapport à l'or. Après l'abandon du système de taux de change fixes en 1971, le FMI a



La Banque centrale européenne à Francfort (Allemagne).



Des débardeurs devant un porte-conteneurs dans le port de Tianjin (Chine), en mars 2009.

© AP Images

auxquels les États-Unis ont accordé plus de 12 milliards d'aide économique sous forme de prêts. Après 1945, la guerre froide s'est traduite par de nouveaux modes de coopération régionale politique et économique, à la suite de la création de deux alliances militaires, l'OTAN (Organisation du Traité de l'Atlantique-Nord) et le pacte de Varsovie, qui réunissait les alliés de l'Union soviétique.

Des formes plus directes de coopération financière ont ensuite vu le jour et ont abouti à la création d'un ensemble d'accords financiers internationaux. En 1947 a été conclu l'Accord général sur les tarifs douaniers et le commerce (GATT). Il s'agissait d'un cadre dans lequel différentes séries de négociations (par exemple, le cycle

Kennedy et le cycle d'Uruguay) menées au cours des cinquante prochaines années allaient permettre de réduire considérablement les obstacles qui freinaient les échanges commerciaux internationaux, notamment le commerce de biens et de services.

## L'INTÉGRATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE MONDIALE

Le coût financier de la Seconde Guerre mondiale a contribué à accélérer le déclin du colonialisme. Des dizaines de nouveaux États ont ainsi fait leur apparition. C'est peut-être l'accession à l'indépendance de l'Inde en 1947 qui a le plus marqué les esprits, mais de nombreux pays d'Asie et d'Afrique sont également devenus indépendants au cours des vingt années suivantes, ce qui n'a fait qu'accroître la nécessité d'organisations financières internationales comme le FMI et la Banque mondiale. En effet, chaque nouvel État devait généralement créer une monnaie et la faire accepter sur la scène internationale, emprunter des sommes considérables auprès de pays étrangers malgré des capacités de remboursement incertaines et souvent apprendre à se conformer à la loi et à adopter la discipline que nécessite une économie de marché. Des organisations comme le FMI et la Banque mondiale ont à cet égard joué un rôle de plus en plus important.

L'intégration économique et financière mondiale a été facilitée par d'importantes nouvelles institutions, notamment en Europe. L'Union européenne de paiements

été investi de nouvelles responsabilités. Il a par exemple contribué de manière décisive à éviter ou à atténuer des crises financières nationales et régionales, en jouant un rôle de prêteur de dernier recours auprès de pays en difficulté financière. Quant à la Banque mondiale, elle accordait à l'origine des prêts destinés à financer la reconstruction de pays ravagés par la guerre et a, dès les années 1950, élargi ses activités au financement de nouveaux projets de développement. Bien que le FMI et la Banque mondiale aient tous deux leur siège à Washington (étant donné le statut de puissance financière mondiale de premier plan des États-Unis), ces organisations sont toutes deux véritablement internationales par leur orientation et leur fonctionnement.

L'organisation internationale la plus importante, l'Organisation des Nations Unies, a vu le jour à San Francisco en 1945. Les questions économiques et financières ne constituent pas la priorité de l'ONU, mais sont cependant importantes pour certains de ses organismes spécialisés tels que la CNUCED (Conférence des Nations Unie pour le commerce et le développement) et l'UNESCO (Organisation des Nations Unies pour l'éducation, la science et la culture). Le principe d'une aide internationale qui permette de faire face à des difficultés financières s'est imposé avec le programme de redressement économique (plan Marshall) des États-Unis (1948-1952), grâce auquel de nombreux pays européens ont bénéficié d'une aide. Le plan Marshall a favorisé la coopération internationale entre les pays



Affichage de devises étrangères dans un quartier de Karachi (Pakistan), en octobre 2008.

© Asif Hassan/AFP/Getty Images

Quatre nouveaux éléments du système financier mondial revêtent une importance particulière. En 1995, l'Organisation mondiale du commerce (OMC) a remplacé le GATT et a été investie de vastes pouvoirs lui permettant de faire appliquer les normes internationales régissant le commerce et les transactions financières internationales. Le groupe des Sept (G7), qui réunissait à l'origine les ministres des finances de sept grands pays industriels, s'est élargi et comprend aujourd'hui 20 pays (le G-20) qui se réunissent régulièrement pour décider

a été créée en 1950 pour faire face à la pénurie de dollars qui rendait difficile les paiements internationaux. L'Organisation pour la coopération et le développement économiques (OCDE) a commencé à réunir des données économiques uniformisées sur les principaux pays industriels et a fini par inclure également des pays d'Asie et d'Amérique latine, en plus de pays européens et nord-américains. Et surtout, le traité de Rome, signé en 1957, a donné naissance à la Communauté économique européenne (Marché commun), qui, d'une union douanière de six pays en 1958 est devenue aujourd'hui un groupement de 27 pays ayant intégré une bonne partie de ses structures économiques au sein de l'Union européenne, y compris une monnaie unique (l'euro) adoptée dans plus de la moitié de ces pays et une banque centrale européenne.

Cette initiative européenne a été reproduite ailleurs à plus petite échelle, des pays asiatiques, africains et latino-américains cherchant à intégrer davantage leur économie au niveau régional. La Banque asiatique de développement, qui a accordé plus de 10 milliards de dollars de prêts en 2008, regroupe par exemple une quarantaine de pays et a pour mission de faciliter la création et la libre circulation de capitaux dans une zone importante du monde, tandis que l'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA) de 1994 applique au continent américain le modèle d'une union douanière.

des politiques à adopter en matière d'économie et de finance internationales. D'autres conférences parrainées par des organisations non gouvernementales, notamment celle de Davos (Suisse), réunissent des dirigeants d'entreprises et du monde des finances et débouchent souvent ultérieurement sur l'adoption de réformes. Enfin, on a essayé, dans le cadre de différents traités fiscaux multilatéraux, d'harmoniser dans une certaine mesure la fiscalité applicable aux personnes morales ou physiques dont les activités sont internationales; récemment, des petits paradis fiscaux ont accepté de modifier leurs dispositions en matière de secret bancaire afin de lutter contre l'évasion fiscale.

### LA COORDINATION EST ESSENTIELLE

L'évolution du système financier mondial est à la fois une cause et une conséquence de la mondialisation rapide. Pour la plupart des pays, le commerce international représente une part plus importante de leur production nationale qu'il y a vingt-cinq ou cinquante ans. Les mouvements de capitaux internationaux ont connu une croissance spectaculaire.

En outre, des institutions comme le FMI et la Banque mondiale ont joué un rôle essentiel, à la fois en finançant les besoins de développement à long terme et en stabilisant des systèmes financiers précaires. Deux

exemples valent la peine d'être cités: la crise financière de 1998, qui a commencé en Asie et qui a fini par s'étendre ailleurs, notamment en Russie, et la crise mondiale de 2008 qui a mis à rude épreuve les institutions financières et les pays du monde entier. Dans les deux cas, le FMI et la Banque mondiale ont réalisé d'importantes injections de fonds dans des pays en difficulté comme la Thaïlande et la Russie. La filiale de la Banque mondiale chargée du développement accorde chaque année par exemple des prêts assortis de conditions libérales d'une valeur totale d'environ 10 milliards de dollars. En outre, les dirigeants des banques centrales et les ministres des finances des grandes puissances se sont réunis pour coordonner l'offre de crédit, de façon à éviter la panique et l'effondrement éventuel de grandes banques, de sociétés d'assurances et d'autres institutions financières.

À mesure que les échanges économiques et financiers internationaux prennent de l'ampleur, il est d'autant plus important de disposer d'une réglementation qui a fait l'objet d'une concertation, par exemple des principes comptables uniformisés, des normes internationales déterminant ce qui est acceptable et ce qui ne l'est pas, ainsi que des mécanismes de prêts d'urgence. Les institutions existantes continueront sans aucun doute à évoluer et formeront peut-être une nouvelle organisation fédératrice qui supervisera tous les aspects de la réglementation financière. ■

---

*Les opinions exprimées dans le présent article ne représentent pas nécessairement les vues ou la politique du gouvernement des États-Unis.*

# Glossaire

## **Banque mondiale**

Institution internationale créée en 1994 afin d'encourager le progrès socio-économique des pays en développement. Elle aide ces pays à adopter des réformes économiques et à financer des projets dans divers secteurs.

## **Bretton Woods**

Conférence monétaire et financière internationale qui a eu lieu à Bretton Woods (New Hampshire) en 1944. Les délégués de 45 pays ont établi la structure du système monétaire international après la Seconde Guerre mondiale et créé le Fonds monétaire international (FMI) et la Banque mondiale. Ils sont convenus que les parités de change des États membres du FMI seraient fixes par rapport au dollar, avec une marge de fluctuation de plus ou moins 1 % par rapport aux taux convenus.

## **Bulle spéculative**

Une bulle économique peut se former lorsque le prix d'un bien augmente beaucoup plus vite que sa valeur intrinsèque. L'hypothèse sous-jacente est que l'acquéreur suivant achètera le bien en question à un prix encore plus élevé. Des bulles spéculatives se produisent épisodiquement; leurs effets sont souvent désastreux. Dans certains cas, elles peuvent être provoquées par des phénomènes inexplicables (effet de mode ou cupidité) ou par les actes de manipulation de personnes physiques ou morales.

## **Cyber-entreprise**

Entreprise dont les activités reposent sur l'Internet et qui n'existerait pas en l'absence de l'Internet. Le terme « cyber-entreprise » peut s'appliquer à des entreprises en activité de nos jours ou renvoyer spécifiquement aux entreprises qui faisaient partie de cette catégorie à la fin des années 1990.

## **Dérivé**

Contrat financier dont le prix est dérivé de celui d'actifs sous-jacents tels que des actions, des obligations, des marchandises, des devises, des taux d'intérêt ou des indices de marché. La plupart des dérivés se caractérisent par un important effet de levier : l'acquéreur ne verse qu'une faible partie du coût du contrat et emprunte le solde auprès du vendeur ou du courtier.

## **Effet de richesse**

Propension des consommateurs à dépenser davantage parce qu'ils ont l'impression d'être plus riches. Cet enrichissement est parfois bien réel selon des critères de mesure objectifs, par exemple lorsque l'intéressé a reçu une prime ou une augmentation de salaire. Toutefois, il peut aussi ne s'agir que d'une impression, par exemple lorsque le logement appartenant à une personne donnée a augmenté de valeur ou lorsque son portefeuille boursier a bénéficié d'une hausse récente des cours.

## **Externalité**

Effet secondaire d'une transaction économique sur des tiers. Un exemple typique est la pollution de l'air produite par une centrale utilisant des combustibles fossiles.

## **Fannie Mae**

Surnom de la Federal National Mortgage Association (FNMA). Cet organisme fédéral achète des prêts hypothécaires sur le marché secondaire, les rassemble et les vend, sous la forme de titres adossés à des hypothèques, à des investisseurs sur le marché non réglementé. Le règlement du principal et des intérêts est garanti par la FNMA, mais non par l'État fédéral.

## **Fonds monétaire international**

Institution créée en 1944 afin de stabiliser les monnaies en assurant un suivi des régimes de change des pays membres et en accordant des prêts à ses États membres qui éprouvent des difficultés à s'acquitter de leurs obligations financières extérieures.

## **Freddie Mac**

Surnom de la Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC). Cet organisme fédéral achète des prêts hypothécaires homologués aux établissements de crédit qui les ont accordés, en effectue la titrisation et distribue les titres en question par l'intermédiaire de négociants en titres. L'État fédéral ne garantit pas ces titres. Leur valeur marchande avant l'échéance n'est pas garantie et fluctue.

## **Gouvernance d'entreprise**

Ensemble de relations entre la direction d'une entreprise, son conseil d'administration, ses actionnaires et les

autres parties prenantes. La gouvernance d'entreprise fournit également le cadre au sein duquel sont fixés les objectifs de l'entreprise et définit les moyens de les atteindre conformément aux principes de bonne gestion, d'objectivité, de responsabilité et d'honnêteté et d'en surveiller les résultats.

### **G20**

Créé en 1999, ce groupe rassemble les ministres des finances et les gouverneurs des banques centrales de vingt pays industriels et en développement qui se réunissent pour discuter des grands sujets concernant l'économie mondiale.

### **Lake Wobegon**

Lieu fictif servant de toile de fond à une émission radiophonique animée par Garrison Keillor, qui le décrit comme « une petite ville oubliée par l'histoire et figée dans le temps ». Depuis trente ans, Garrison Keillor donne aux auditeurs de son émission hebdomadaire Prairie Home Companion les dernières nouvelles de cet endroit mythique où « toutes les femmes ont du caractère, tous les hommes sont beaux et tous les enfants ont un coefficient intellectuel supérieur à la moyenne. »

### **Liquidité**

Possibilité de convertir un actif en liquide rapidement et sans escompte de prix.

### **Macro-économie**

Partie de l'économie qui étudie les grandes structures et les phénomènes économiques globaux par opposition à l'étude de l'activité et des comportements économiques des individus (micro-économie). L'analyse macro-économique aide à déterminer les effets de certaines mesures sur l'ensemble de l'économie.

### **Marge financière**

Montant minimum de garantie qu'un acquéreur doit laisser en compte, sous la forme de liquide ou de titres, pour pouvoir effectuer des transactions portant sur certains instruments. Elle correspond également à la différence entre la valeur marchande d'un instrument de placement et le prêt accordé par le courtier à l'acquéreur afin de lui permettre d'acheter cet instrument.

### **Prêt hypothécaire à haut risque (« subprime »)**

Prêt accordé à une personne physique dont les antécédents en matière de crédit sont limités ou marqués par des incidents. Afin de rémunérer le différentiel de risque, les taux d'intérêt de ces prêts sont supérieurs à ceux des prêts de première qualité. Les prêts hypothécaires à haut risque se sont multipliés lorsque les établissements de crédit se sont rendu compte qu'il existait des investisseurs disposés à acheter des prêts accordés à des emprunteurs dont le crédit était imparfait et qui présentaient un niveau de risque élevé.

### **Réserve fédérale**

Banque centrale des États-Unis. Elle assure la sécurité, la liquidité et la stabilité du système monétaire et financier américain.

### **Swap de défaut**

Contrat conclu entre l'acquéreur d'une couverture et le vendeur de cette couverture. L'acquéreur fait une série de paiements au vendeur et reçoit en échange une indemnisation si l'obligation ou le prêt faisant l'objet de la couverture tombe en défaut (c'est-à-dire si le débiteur ne paie pas). On compare les swaps de défaut à une assurance, car l'acquéreur paye une prime et reçoit, en contrepartie, une somme d'argent si l'un des événements prévus a lieu.

### **Titrisation**

Processus consistant à regrouper sous forme de titres négociables certains instruments qui ont des caractéristiques communes, tels que des prêts ou des crédits hypothécaires.

---

*Définitions adaptées des glossaires anglais des sites <http://www.investorwords.com>, <http://www.economist.com/research/economics/>, <http://encyclopedia.thefreedictionary.com>, et d'autres sources figurant sur l'Internet.*

# Bibliographie, sites Internet et vidéographie (en anglais)

## Livres et articles

**Ahamed, Liaquat.** *Lords of Finance: The Bankers Who Broke the World.* New York, NY: Penguin Press, 2009.

**Allen, Franklin, and Douglas Gale.** *Understanding Financial Crises.* New York, NY: Oxford University Press, 2007.

**Drezner, Daniel W.** *All Politics Is Global: Explaining International Regulatory Regimes.* Princeton, NJ: Princeton University Press, 2008.

**Florida, Richard.** "How the Crash Will Reshape America." *The Atlantic Online* (March 2009).  
<http://www.theatlantic.com/doc/200903/meltdown-geography>

**Fraser, Steve.** *Wall Street: America's Dream Palace.* New Haven, CT: Yale University Press, 2008.

**Gjerstad, Steven, and Vernon L. Smith.** "From Bubble to Depression?" *Wall Street Journal Online* (April 6, 2009).  
<http://online.wsj.com/article/SB123897612802791281.html>

**Krugman, Paul R.** *International Economics: Theory and Policy.* Boston, MA: Pearson/Addison Wesley, 2009.

**Hogan, Michael.** "Niall Ferguson: America Needs to Cancel Its Debt." *Vanity Fair: Politics and Power Blog* (January 20, 2009).  
<http://www.vanityfair.com/online/politics/2009/01/niall-ferguson-america-needs-to-cancel-its-debt.html>

**Murphy, Dan.** "Stimulus Goes Global. Will It Be Enough?" *Christian Science Monitor Online* (January 9, 2009).  
<http://www.csmonitor.com/2009/0109/p12s01-wogn.html>

**Rebonato, Riccardo.** *Plight of the Fortune Tellers: Why We Need to Manage Financial Risk Differently.* Princeton, NJ: Princeton University Press, 2007.

**Shiller, Robert.** *The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do About It.* Princeton, NJ: Princeton University Press, 2008.

**Soros, George.** *The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crisis of 2008 and What It Means.* New York, NY: Public Affairs, 2008.

**Taleb, Nassim Nicholas.** "The Fourth Quadrant: A Map of the Limits of Statistics." *Edge* (2008).  
[http://www.edge.org/3rd\\_culture/taleb08/taleb08\\_index.html](http://www.edge.org/3rd_culture/taleb08/taleb08_index.html)

**Wolf, Martin.** *Fixing Global Finance.* Baltimore, MD: Johns Hopkins University Press, 2008.

## Rapports

**Carlson, Mark.** *Alternatives for Distressed Banks and the Panics of the Great Depression.* Washington, DC: Federal Reserve Board, 2008  
<http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2008/200807/200807abs.html>

**Elwell, Craig K.** *Dollar Crisis: Prospect and Implications.* Washington, DC: Congressional Research Service, January 8, 2008.  
[http://assets.opencrs.com/rpts/RL34311\\_20080108.pdf](http://assets.opencrs.com/rpts/RL34311_20080108.pdf)

"**Financial Bailout.**" *CQ Researcher* (October 24, 2008).

**Jackson, James K.** *The Financial Crisis: Impact on and Response by the European Union.* Washington, DC: Congressional Research Service, March 9, 2009.  
[http://assets.opencrs.com/rpts/R40415\\_20090309.pdf](http://assets.opencrs.com/rpts/R40415_20090309.pdf)

**Jinkling, Mark.** *Causes of the Financial Crisis.* Washington, DC: Congressional Research Service, January 29, 2009.

[http://www.taxpayer.net/user\\_uploads/file/Reports/CRS/1-29-09%20CRS%20Causes%20of%20the%20Financial%20Crisis.pdf](http://www.taxpayer.net/user_uploads/file/Reports/CRS/1-29-09%20CRS%20Causes%20of%20the%20Financial%20Crisis.pdf)

**Morrison, Wayne M.** *China and the Global Financial Crisis: Implications for the United States.* Washington, DC: Congressional Research Service, February 9, 2009.  
[http://assets.opencrs.com/rpts/RS22984\\_20090209.pdf](http://assets.opencrs.com/rpts/RS22984_20090209.pdf)

## Sites Internet

### **CNN: The Road to Rescue**

A collection of news and analysis about the problems with U.S. financial markets.

<http://money.cnn.com/news/specials/crisiswallstreet/2008/>

### **Council on Foreign Relations: Global Economy in Crisis**

Contains expert briefs; interviews; backgrounders; podcasts; Must Reads; and essential documents, graphs and charts.

<http://www.cfr.org/thinktank/greenberg/>

### **Federal Reserve Board: About the Fed**

Background information about the Federal Reserve System, which serves as the United States' central bank. Covers the Federal Reserve Act of 1913 (which established the system), the structure of the system, purposes and functions, board of governors, banks, and bank presidents.  
<http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/default.htm>

### **Financial Times: The Future of Capitalism**

<http://www.ft.com/indepth/capitalism-future>

### **G-20**

Web site for the Group of Twenty (G-20) finance ministers and central bank governors. Provides background and frequently asked questions about the G-20; descriptions of working groups; press releases; and publications from summits, working groups, and other activities. Includes links to participating banks and government agencies from member countries.

<http://www.g20.org/> <http://www.g20.org/>

### **International Monetary Fund: Financial Crisis**

<http://www.imf.org/external/np/exr/key/finstab.htm>

### **New York Times: Credit Crisis — The Essentials**

[http://topics.nytimes.com/topics/reference/timestopics/subjects/c/credit\\_crisis/index.html](http://topics.nytimes.com/topics/reference/timestopics/subjects/c/credit_crisis/index.html)

### **The University of Iowa Center for International Finance and Development: The Global Financial Crisis**

[http://www.uiowa.edu/ifdebook/issues/financial\\_crisis/index.shtml](http://www.uiowa.edu/ifdebook/issues/financial_crisis/index.shtml)

See the timeline:

[http://www.uiowa.edu/ifdebook/timelines/Financial\\_Crisis\\_Timeline.pdf](http://www.uiowa.edu/ifdebook/timelines/Financial_Crisis_Timeline.pdf)

and statements from world leaders:

[http://www.uiowa.edu/ifdebook/issues/financial\\_crisis/links/statements.shtml](http://www.uiowa.edu/ifdebook/issues/financial_crisis/links/statements.shtml)

### **World Bank: Financial Crisis**

<http://www.worldbank.org/html/extdr/financialcrisis/>

## Vidéos

### **Academic Earth: Understanding the Financial Crisis**

Lectures from well-known authorities and university professors taped at Yale University.

<http://academicearth.org/playlists/financial-crisis>

### **The Ascent of Money (2009)**

Director: Adrian Pennick

Running time: 120 minutes

Summary: Niall Ferguson, a professor of history at Harvard University, traces the evolution of money and demonstrates that financial history is the essential backstory behind all history. As he traverses historic financial hot spots around the world, Ferguson illuminates fundamental economic concepts and speaks with leading experts in the financial world.

<http://www.pbs.org/wnet/ascentofmoney/>

### **Frontline: Inside the Meltdown (2009)**

Director: Michael Kirk

Running time: 60 minutes

Summary: An account of how the United States ended up in the worst financial crisis since 1929.

<http://www.pbs.org/wgbh/pages/frontline/meltdown/>

**I.O.U.S.A. (2008)**

Director: Patrick Creadon

Running time: 85 minutes

Summary: Examines the rapidly growing national debt and its consequences for the United States. The film blends interviews with both average American taxpayers and government officials to demystify the nation's financial practices and policies; follows U.S. Comptroller General David Walker as he crisscrosses the country explaining America's unsustainable fiscal policies to its citizens; and interweaves archival footage and economic data to paint a profile of America's current economic situation.

<http://www.imdb.com/title/tt0963807/>

**Maxed Out: Hard Times, Easy Credit and the Era of Predatory Lenders (2006)**

Director: James D. Scurlock

Running time: 90 minutes

Summary: When Hurricane Katrina ravaged America's Gulf Coast, it laid bare an uncomfortable reality: America is not only far from the world's wealthiest nation; it is crumbling beneath a staggering burden of individual and government debt. *Maxed Out* shows how the modern financial industry really works, explains the true definition of "preferred customer," and tells why the poor are getting poorer and the rich getting richer.

<http://www.imdb.com/title/tt0762117/>

---

*Le département d'État des États-Unis décline toute responsabilité quant au contenu ou à la disponibilité des ressources indiquées ci-dessus. Tous les sites Internet cités étaient en service en mai 2009.*

**maintenant sur Facebook**



# ENGAGING THE WORLD



UNE REVUE MENSUELLE  
DANS DIFFÉRENTES LANGUES

<http://america.gov/publications/ejournalusa.html>

Revue électronique du département d'État des États-Unis